[日] 野口悠纪雄 著　曾寅初 译

泡沫经济学

Paomo Jingjixue

丛书主编 金洪云
副主编 川岛真

生活·讀書·新知三联书店

ISBN 7-108-02248-6
9 787108 022486 >

ISBN 7-108-02248-6 定价：14.50元

:: 北京日本学研究中心 日本经济学名著译丛

[日] 野口悠纪雄 著　曾寅初 译

泡沫经济学

Paomo Jingjixue

金洪云 译校

● 丛书主编 金洪云
副主编 川岛真

生活·讀書·新知三联书店

前　言

未来的历史学家一定会认为，20 世纪 80 年代后期的日本，处于一个异常的时代。异常集中表现为股价与地价的“泡沫”，所以这个时代也许会被称为“泡沫的时代”。毫无疑问，人们一定会著书立说，来分析评价这个时代。

泡沫时代尚未完全结束，对泡沫后遗症的处理才刚刚开始。泡沫对日本经济到底会产生什么样的影响，我们还无法确知。因此，现在就来描述与分析这个时代，也许为时尚早。但是，我却认为记录下“仿佛就发生在昨天”的往事本身，就具有一定的价值。无论如何，生活在这个异常时代的人，有权利也有义务从各自的立场来记录下这个时代的真实历史。

在动笔写作本书时，我作了一个即使被称为偏见也毫不过分的判断，那就是泡沫是坏的，它会产生不良影响。

我作这个判断的理由有二：首先，我认为勤劳者不能获得正常报酬的社会是一个扭曲的社会。泡沫产生许许多多的危害，但是最大的危害在于资产价格的异常上涨扰乱了人们的价值观。许多企业开始热衷于资本运营，或者放弃主业而转向不动产投资。原本持有土地与股票的资产者，无须付出什么劳动，财产迅速膨

胀到上亿的规模。另一方面，几乎没有什么资产的劳动者，即使辛劳一生，也不能拥有自己的住宅。

其次，我作出上述判断的另一个重要理由是，泡沫使日本经济在无形中遭受了巨大的损失。凭借强大的经济实力，在过去的一段时期里，日本原本可以大有作为。我们可以建设城市的基础设施，改善上下班的铁路交通，也可以提高住宅的质量与环境，实现更加富裕的生活。之所以未能实现，泡沫引起的资源配置扭曲，无疑是一个重大原因。

值得庆幸的是，泡沫的发展过程已经中途停止。虽然，大家都知道，泡沫崩溃后的日本经济，现正处在痛苦挣扎之中。但是，回首往事我们会发觉，泡沫经济的中途崩溃，实在是值得庆幸的事。不是由于泡沫的崩溃，导致了日本经济的崩溃。相反，泡沫的崩溃才有可能使日本经济得以开始走向新生。现在的日本经济，正在走向正常经济的回归途中。

对于泡沫的膨胀，我们应该指责什么呢？是梦想通过不劳而获而发大财的欲望，还是无论拥有多少也得不到满足的贪婪。毋庸否认，正是它们的存在，促成了泡沫的膨胀。

但是，在本书中我想强调的不是这些。20 世纪 80 年代后期的日本，并不是个人或者企业的行为准则突然发生了变化，而是产生了使这种贪欲得以无限制释放的经济条件。例如，金融机构对不动产业的巨额融资，支持了空前的土地投机。支撑了泡沫的原始资金，来源于金融投机，即企业把低成本获得的资金投资于金融资产。虽然这样的资金循环本身存在问题，但是，在其背后形成了企业可以通过金融投机获得巨大利润的异常条件。比起其他任何因素来，这种环境本身才是问题所在。

将我们的视野进一步扩大到宏观经济政策，我们还可以发现利率自由化引起的扭曲、金融管制过度放松、财政重建过快等问题。这些问题的产生，不仅仅来源于日本国内的因素，也与日本在世界经济中地位不断上升的过程密切相关。

基于以上的基本认识，本书主要不是关心个别企业和个别事件，而是关注与泡沫有关的经济环境与经济政策。

那么，我们能否防止泡沫在将来的再次发生呢?

就个人和企业行为准则而言，我是悲观论者。只要出现相同的经济条件，我想还会再次出现相同的情况。在局外人看来，投机热可笑之极，但是当局者迷。何况从经济主体的利已主义动机来看，许多情况下参与投机反而是合理选择。

正如加缪在其小说《鼠疫》的结尾处所写的那样，“鼠疫病菌绝不会从此死亡或者消失，数十年间，它们可以在家具、衣服堆中沉睡，在房间、洞穴、衣柜、皮箱、手帕中顽强地等待着。”人类追求不劳而获的这种愚蠢念头不会改变。泡沫崩溃的痛苦，也许可以使这种贪欲暂时休眠。但是，绝不会死亡。所以，“不知道什么时候，鼠疫病菌一定会与老鼠一起被再次唤醒，给人类再次带来不幸与教训。”我想，加缪的预言是正确的。因为这既是泡沫经济理论给我们的结论，也是历史给我们的启示。

那么，这是否意味着我们就将毫无作为呢? 绝不如此。因为，我们可以通过修改不合理的制度与政策，改善经济环境。

当然，经济学还没有强大到可以为此开出完整的药方的程度。不如说，我们正在对经济学的无能为力而感到遗憾。实际上，即使到现在，我们也还没有合适的理论模型来系统地说明泡

沫的发生与崩溃过程。

但是，这并不是说经济分析不能够作任何贡献。反复地进行严密的数据分析，可以找到一些有益的启示。指出制度的问题所在与政策的缺陷所在，就可以对它们加以改进。虽然我们的工具远没有完善到无所不能，但是至少已经可以有助于社会进步。正是就这一点而言，我们可以发现记录下这一时代历史的意义。

本书由以下九章组成。

第 1 章是导论，也是全书的概述。在第 2 章中，我们阐述资产价格与泡沫的经济理论，解说泡沫的概念，分析泡沫为什么会是问题。在第 3 章中，我们回顾历史上发生的几个泡沫事件，以及我们对泡沫历史的思考。第 2 章和第 3 章是泡沫问题的一般论述。

接着的几章，我们集中论述 20 世纪 80 年代后期以后的日本经济。第 4 章分析泡沫的膨胀过程。首先对 20 世纪 80 年代后期股价、地价的暴涨过程进行整理，然后讨论到底能否把它看做“泡沫”的判断问题。第 5 章分析在资产价格暴涨背后存在的资金循环的变化、土地交易以及宏观经济政策。首先利用数据分析企业通过权益融资筹措资金、并将由此筹措到的资金投向金融资产的问题，以及大企业的“脱媒”等问题。接着推算 20 世纪 80 年代后期以来不动产业购入土地的数额。最后指出在金融自由化、金融管制过度放松、财政重建过度等方面存在的经济政策问题。

在第 6 章中，我们概述日本的泡沫应对政策、特别是土地政策，并对此进行评价。引起股价下降的是金融紧缩，而地价下降的导火索则是对不动产有关融资的总量控制。土地税制改革在方

向上是值得肯定的，但是内容并不充分。在第7章中，我们分析泡沫的崩溃过程及其对金融系统的影响。因为土地投机是以金融机构的融资来进行的，所以泡沫崩溃使得金融机构出现不良债权。不良债权的规模非常巨大，成为日本金融部门极为深刻的问题。但是，作为金融系统整体而言，这并不是无法克服的困难。

在第8章中，我们论述资产价格变动对实际经济的影响。这里的主要结论是，资产价格的变动虽然通过消费的资产效果，对实际经济产生了一定的影响，但是总体上看，影响有限。所谓资产价格的下降引起了信贷紧缩的看法，不能令人信服。在第9章中，我们对泡沫后的日本经济进行展望，论述为了防止泡沫的再次发生我们必须采取的对策，揭示日本经济发展所面临的长期课题。

本书的出版，得到了日本经济新闻出版社编辑部的田口恒雄、多气田亚希子的大力支持与帮助。特别是田口先生，认真地审阅了文稿，提出了许多宝贵的意见和建议。在此，我特表示衷心的感谢。

野口悠纪雄

1992年11月

目　录

前　　言 …… 1

第 1 章
日本泡沫经济概述

第一节　泡沫的时代 …… 1
泡沫的膨胀 …… 1
泡沫的崩溃 …… 4
人们是否认识到了泡沫的存在 …… 5
第二节　泡沫经济的影响 …… 8
泡沫的有利影响 …… 8
大型景气是由泡沫形成的吗 …… 9
赌博经济 …… 11
劳动相对价值的降低 …… 12
金融系统的“炉心熔毁” …… 13
第三节　泡沫的原因 …… 15
仅仅是由于伦理问题吗？ …… 15

支撑了泡沫的资本运营和土地投机 …… 16
金融自由化的影响 …… 17
为什么金融放松会成为治国之论 …… 18
第四节 泡沫后的经济 …… 20
是新类型的萧条吗? …… 20
能够防止泡沫再次发生吗? …… 22
泡沫后经济的课题 …… 24

第 2 章
泡沫的经济理论

第一节 资产价格的决定理论 …… 26
资产价格决定方程式 …… 26
实体经济价格 …… 29
第二节 泡沫与实体经济 …… 30
资产价格变动的影响因素 (1) :
收益与贴现率 (利率) 的变化 …… 30
资产价格变动的影响因素 (2) :
预期的影响 …… 31
泡沫的定义 …… 32
为什么要区别泡沫 …… 32
第三节 泡沫理论 …… 34
合理泡沫 …… 34
凯恩斯的美女投票论 …… 36

泡沫的崩溃：概率模型 …… 36
泡沫的发生 …… 38
泡沫存在的验证 …… 38

第3章
历史上的泡沫事件

第一节　荷兰郁金香事件 …… 42
投机热的扩散 …… 42
崩溃 …… 44
洋水仙狂热 …… 45
第二节　劳氏体系及其崩溃 …… 46
劳氏银行券 …… 46
密西西比计划 …… 47
劳氏体系的崩溃 …… 48
第三节　南海泡沫事件 …… 49
对南海公司的投机热 …… 49
泡沫的发生 …… 50
泡沫禁止法与投机的崩溃 …… 51
第四节　20世纪20年代的美国 …… 52
佛罗里达的土地热 …… 52
土地投机及其崩溃 …… 53
空前的股票热 …… 56
走向崩溃 …… 57

第五节　可以向历史学习什么 …… 59
为什么泡沫会反复出现 …… 59
牛顿为什么参与了投机 …… 60
类推的陷阱 …… 61

第4章
泡沫的发生与膨胀

第一节　急剧升高的股价与地价 …… 65
股价的变动趋势 …… 65
地价的变动趋势 …… 65
住宅价格的暴涨 …… 68
第二节　实体经济影响因素的变化 …… 69
空前的金融放松 …… 69
收益的增加 …… 71
第三节　有关地价与股价的泡沫论争 …… 73
地价泡沫说 …… 73
泡沫否定论 …… 77
股价泡沫论争 …… 79
事后分析 …… 81

第5章
支撑泡沫的资金循环与宏观经济政策

第一节　热衷于资本运营的企业 …… 85

权益融资与金融投资 …… 85
金融自由化与资本运营 …… 87
制造业大企业的“脱媒”趋势 …… 89
第二节 金融机构行为的变化 …… 90
金融机构的资金筹集与运用 …… 90
向不动产业与中小企业贷款的转移 …… 92
剧增的对不动产业贷款 …… 94
经过非银行金融机构的不动产融资 …… 96
第三节 不动产业的土地购入 …… 98
法人土地购入的增加 …… 98
根据法人企业统计的推算 …… 100
不动产业的借款与投资 …… 102
第四节 宏观经济政策与资产通货膨胀 …… 104
矫枉过正的财政重建 …… 104
思考实验（1）：财政扩大 …… 105
思考实验（2）：金融紧缩 …… 106
为什么必须阻止日元升值 …… 106

第6章
针对泡沫的经济政策

第一节 交易的直接控制 …… 108
新设地价监视制度 …… 108
监视制度是否有效 …… 110

土地临调的报告 …… 111
第二节 金融紧缩与总量控制 …… 112
金融紧缩与股价下跌 …… 112
总量控制与地价下跌 …… 113
第三节 土地税制改革 …… 114
对症疗法式的对策 …… 114
走向真正的改革 …… 116
地价税的实施 …… 118
地价税的效果 …… 119
继承税的改革 …… 120
强化农地征税及其效果 …… 121
有必要放松的让与征税 …… 122
置换更新特别优惠措施 …… 123
固定资产税 …… 126

第7章
泡沫的崩溃及其对金融系统的影响

第一节 泡沫的崩溃 …… 129
股价的下跌 …… 129
地价的下跌 …… 131
金融丑闻 …… 133
土地政策的转变 …… 134
股价、地价将下跌到什么程度为止…… 135

第二节　金融机构的不良债权 …… 137
不良债权的规模：大藏省公布的数 …… 137
不良债权的规模：潜在总额的推算 …… 139
由于股价下跌而降低的银行应变能力 …… 141
“日本型救济”的限度 …… 144
第三节　金融危机如何来克服 …… 145
确立原则是当务之急 …… 145
定量把握：信息公开的必要性 …… 146
泡沫清算成本的负担：自我责任原则 …… 147
美国与英国的事例 …… 148
债权收购公司及其评价 …… 150
不良债权的征税规定 …… 151
巨额的公共支援 …… 153
排除对金融放松的过度依赖 …… 155

第8章
资产价格变动与实体经济

第一节　资产价格上升与大型景气 …… 156
大型景气 …… 156
消费的资产效果 …… 159
地价上涨与住宅建设 …… 160
权益融资与设备投资 …… 161
对景气起了抑制作用的财政重建 …… 163

大型景气的基本原因不是泡沫 …… 164
第二节 泡沫崩溃与实体经济 …… 165
对过高增长水平的调整 …… 166
资产价格下跌的影响 …… 169
消费的资产效果 …… 169
对资金成本的影响 …… 171
信贷收缩 …… 173
信用配额 …… 178
正面影响 …… 180
第三节 资产价格变动与对外投资 …… 181
“日本资本实力”的增大 …… 181
日本资本是不是来源于泡沫 …… 184
日本已经沉没了吗 …… 185

第9章
泡沫崩溃后经济面临的课题

第一节 日本经济的性质因为泡沫而改变了吗？ …… 188
日本的时代是否已经结束 …… 188
走向健全的存量经济 …… 189
第二节 防止泡沫的经济政策 …… 190
监视区域制度问题不少 …… 190
融资总量控制的时机非常重要 …… 191
转变宏观经济政策目标 …… 192

确立自我责任原则 …… 193
实现土地税制合理化 …… 194
建议发行地价指数债 …… 195
第三节 迎接长期课题的挑战 …… 197
发挥资本供给国的作用 …… 197
加强社会基础设施建设 …… 198
创造富裕的老龄化社会 …… 199

参考文献 …… 202

译 后 记 …… 204

图表目录

图 1-1　股价与地价的变动趋势 …… 2

图 1-2　股票与土地资产额对 GDP 的比率
（各年度年中值） …… 4

图 1-3　利率的变动趋势 …… 6

图 4-1　标准住宅价格与年收入的比值 …… 66

图 4-2　股票价值与土地价值的变动趋势（各年度年中值）
（资产额* 利率/GDP） …… 82

图 5-1　全国银行分产业贷款余额（各年 12 月） …… 92

图 5-2　全国银行分企业规模的贷款余额（各年 12 月） …… 93

图 5-3　不同经营制度部门的土地净购入额 …… 99

图 8-1　新建住宅开工户数的变动趋势 …… 157

图 8-2　民间设备投资对 GDP 的比率（真实值） …… 158

图 8-3　就业形势的变动趋势 …… 158

图 8-4　固定资产净值对 GDP 的比率 …… 166

图 8-5　乘用车新车登记数量的变化 …… 167

图 8-6　贷款利率的下降过程（全国银行） …… 177

图 8-7　判断金融机构贷款态度的经济景气指数的变动 …… 179

表 1-1　国内总产值（GDP）与股票、土地
资产额的变动趋势 …… 3
表 1-2　日本经济新闻中出现的有关“泡沫”的稿件数量 …… 7
表 1-3　真实国民总支出等的变动趋势 …… 10
表 4-1　三大城市圈住宅用地公示地价的变动 …… 67
表 4-2　东京圈住宅价格收入比（根据距离圈划分） …… 68
表 4-3　20 世纪 80 年代后期以后中央银行
贷款利率的变动趋势 …… 71
表 4-4　地价与租金的变动趋势 …… 72
表 4-5　地价方程式的估计结果 …… 74
表 5-1　非金融法人企业的金融交易（流量） …… 86
表 5-2　民间金融部门的资金循环（年度增加额） …… 91
表 5-3　金融机构向不动产业贷款的变动趋势 …… 95
表 5-4　银行对非银行金融机构贷款的变动趋势 …… 97
表 5-5　来自非银行金融机构的不动产融资 …… 97
表 5-6　法人企业保有土地的增加额
（1984 年末至 1990 年末） …… 101
表 5-7　不动产业资金借入与投资 …… 102
表 6-1　有关置换更新税制上的特别优惠措施的变迁 …… 115
表 7-1　土地销售损失额的推算 …… 140
表 7-2　城市银行、长期信用银行、信托银行
业务净收益的变动 …… 142
表 7-3　城市银行、长期信用银行和信托银行

有价证券溢价的变动趋势 …… 143
表 8—1 金融机构贷款的变动趋势 …… 175
表 8—2 贷款约定平均利率（综合、资产与基数）
的下降情况…… 175
表 8—3 对外收支的变动趋势 …… 182
表 8—4 对外投资与对外资产净余额的变动…… 183

第 1 章
日本泡沫经济概述

第一节　泡沫的时代

泡沫的膨胀

20 世纪 80 年代后期至 90 年代，日本经济呈现出前所未有的特异现象，这就是资产价格的异常暴涨与暴跌。

这里所说的“资产”，是指股票、土地等可以实现经济价值增值的手段。20 世纪 80 年代后期，资产的价格，即股价与地价迅速上涨，出现了所谓的“资产价格通货膨胀”、“存量通货膨胀”现象，其基本特征是在一般产品与服务的价格基本稳定的情况下，只有资产价格暴涨。

图 1-1 反映了日本股价与地价的长期变动趋势，从 1986 年开始无论是股价还是地价都迅速上涨。以日经指数衡量的股价，从

1986 年 1 月的约 13000 日元上涨到 1989 年末的约 39000 日元，上涨了大约 3 倍。同期的地价（图中表示的是六大城市的商业用地价格）也上涨了约 3 倍。

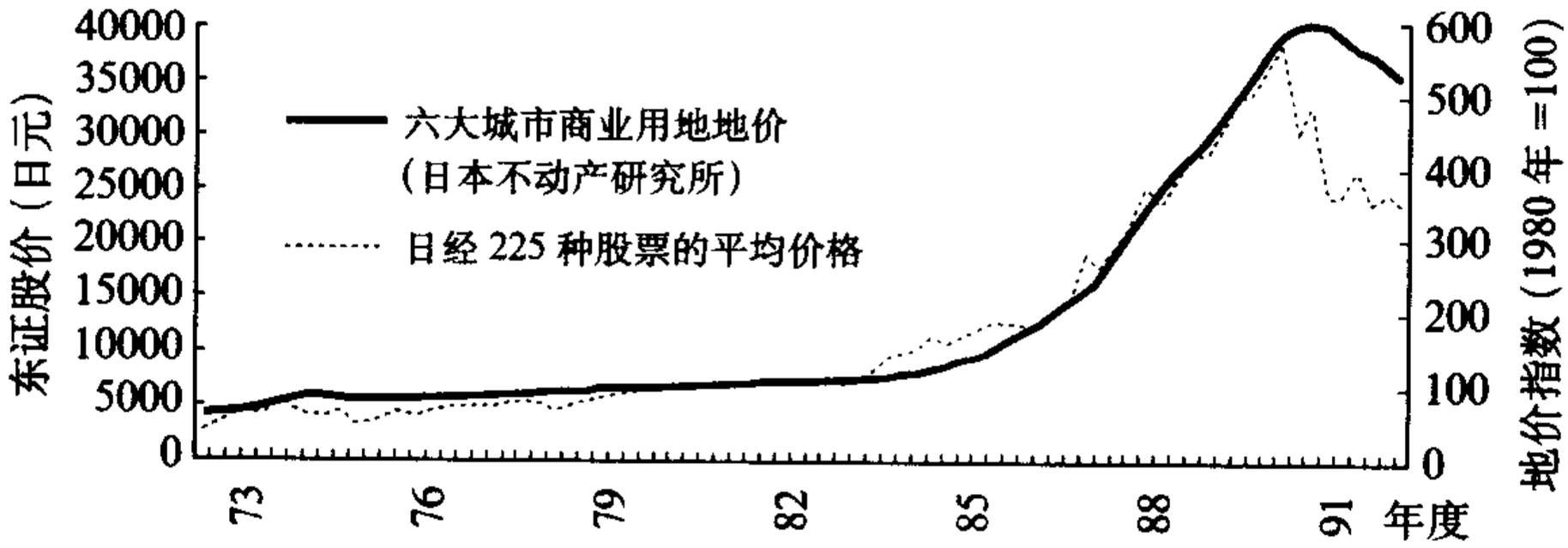


图 1–1　股价与地价的变动趋势

当然，即使在正常情况下，股价与地价也会随着经济增长而上涨。因此，要判断这一期间股价与地价上涨是否异常，还需要将它们与经济增长的状况进行比较。在表 1–1 中，我们比较了股票资产额、土地资产额的变化与国内总产值（GDP）的变化之间的关系。而在图 1–2 中，我们分别给出了股票资产额、土地资产额对 GDP 的比率的变化趋势（这里，股票资产额是东证一部上市股票的市价总额，土地资产额是东京都住宅用地的市价总额）。

20 世纪 80 年代中期，无论是股票资产额还是土地资产额，都仅仅只有 GDP 的一半左右。但是，由于股价与地价的暴涨，20 世纪 80 年代后期比率迅速升高。东京都住宅用地的市价总额 1986 年末尚未超过 GDP，到 1987 年末迅速增加到了 GDP 的 1.5 倍。也就是说，仅在 1986 年与 1987 年的两年中，就增加了相当于一个

GDP 的量。股票资产额开始剧增的时间虽然稍晚，但是趋势完全一样。1988 年末股票资产额尚未超过 GDP，1989 年末就达到了 GDP 的 1.5 倍（请注意表 1—1 中反映的是年平均数）。无论如何，我们很难认为这是正常的增长。在经济学中，我们可以用“泡沫”现象来解释这种犹如泡沫膨胀一样的增长过程。这里所说的“泡沫”，是指资产价格中与经济实体无关的上涨部分（详见第 2 章）。20 世纪 80 年代后期的日本经济，正是这样一种典型的泡沫经济。

表 1—1　国内总产值（GDP）与股票、土地资产额的变动趋势

单位：万亿日元

年　份	GDP	股　票	土　地
1981	261	81	128
1982	273	91	135
1983	286	107	139
1984	305	138	149
1985	324	169	176
1986	338	230	280
1987	354	301	449
1988	377	394	529
1989	403	527	521
1990	434	478	517
1991	457	373	504
1992	484	297	428

注：1.股票资产额是指每年 6 月份东证一部上市股票的市价总额。但是，1992 年 10 月 30 日的数值是 280 万亿日元。

2.土地资产额是指东京都住宅用地的市价总额。1990 年为止的数据是根据各年度年末值的单纯平均计算的。1991 年和 1992 年的数据，是根据 1990 年数据和都道府县地价调查东京都的数值计算的。

3.GDP 是各年度的名义值。1992 年数值是政府的预计数。

资料来源：東京証券所《東証統計月報》。経済企画庁《国民経済計算》。国土庁《都道府県地価調査》。

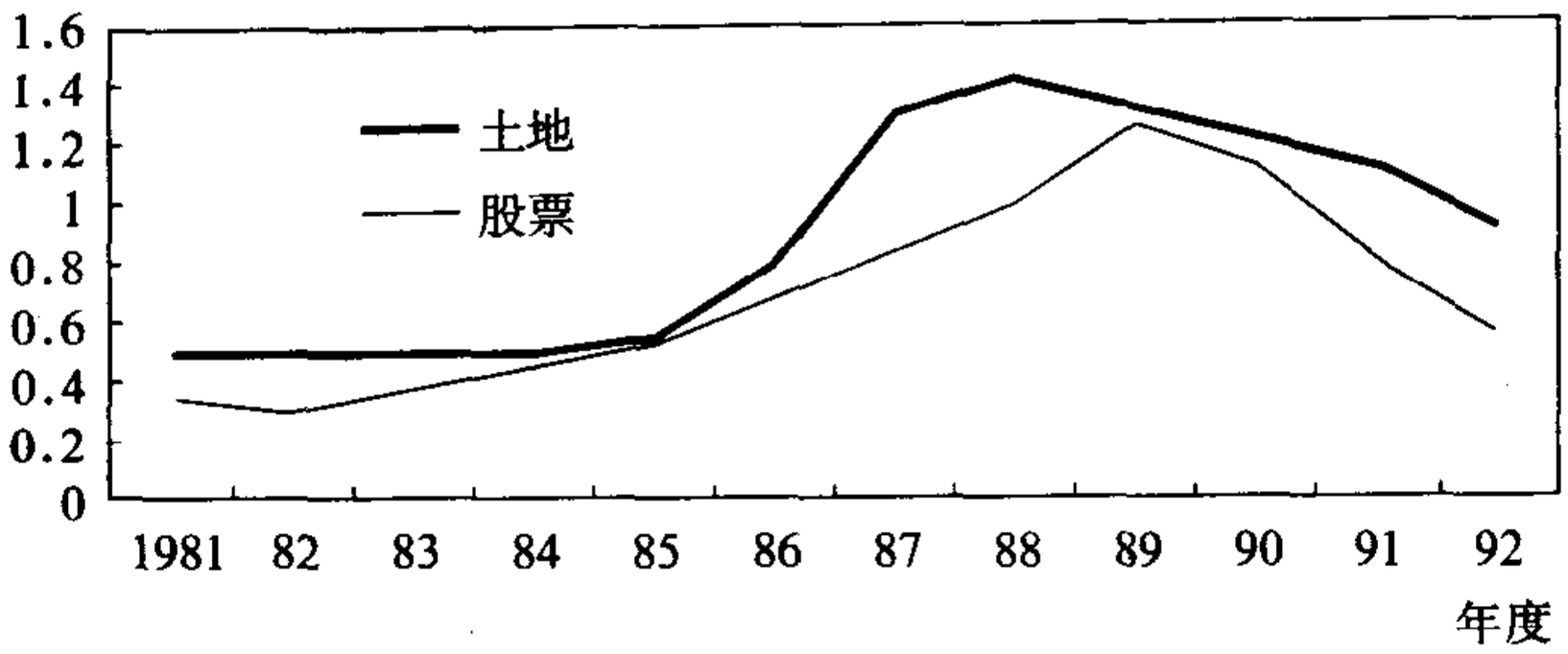


图 1–2　股票与土地资产额对 GDP 的比率（各年度年中值）

注：资产额的定义，参照表 1–1。

当然，也不是只要出现资产价值的膨胀，就可以说是泡沫。因为利率的变化也会影响资产的价格。但是，有关利率变化的影响，我们将留待第 2 章和第 3 章中再作详细的分析（根据利率变化的影响，对图 1–2 进行修正后的结果可参看图 4–2）。

泡沫的崩溃

泡沫总是要崩溃的。20 世纪 90 年代，被认为会持续不断上涨的股价和地价终于出现了逆转。

首先是 1989 年末创下最高记录的股价，进入 90 年代后开始大幅度下跌。1990 年 12 月，平均股价回落到 24000 日元左右，创下了一年中下跌 40% 的记录。1991 年股价相对稳定，但是到了 1992 年股价再次暴跌，8 月中旬，日经平均降到了 14000 多日元。与年初相比，下跌幅度超出了 30% 。其后，随着综合经济对策的

实施，虽然稍有回复，但在1992年的10月，依然低于17000日元的水平。

直到1990年为止处于高价稳定状态（地方中心城市的地价则在持续上涨）的东京圈地价，从1991年开始迅速下跌。根据1992年都道府县的地价调查，从1991年7月到1992年7月的一年间，住宅用地的价格，东京都下跌15.1%、大阪府下跌23.8%，而东京市下跌27.5%。第二次世界大战后，除了惟一例外的1975年，日本的地价一直持续上涨。1991年开始的地价下跌，成了日本经济发展史上的首次经历。

股价与地价下跌的结果是资产价值迅速缩水（表1—1）。1992年7月，股票市价总额减少到了260万亿日元左右，与1989年末最高的590万亿日元相比，丧失了超过300万亿日元。东京都住宅用地市价的缩小程度虽然要小一些，但与最高时相比，也有大约100万亿左右的价值不翼而飞。

就像泡沫蒸发了一样，20世纪90年代后的日本经济，开始面对泡沫崩溃的新局面。

人们是否认识到了泡沫的存在

由于股价与地价的下跌，从对GDP的比率来看，股票与土地的资产额已经回复到了接近80年代中期的水平（图1—2）。当我们今天回顾这一变化过程时，已经可以直观地判断，20世纪80年代后期的资产价格暴涨，并不是经济实体变化的反映，而完全来源于泡沫的膨胀。图1—3所示的1991年以后利率的变化趋势，则从另一个侧面说明了同样的问题。根据第2章论述的理论，利率

的下降原本应该引起资产价格的上涨。但是，这一时期的资产价格下跌却出现在利率不断下降的情况下。因此，此期间的资产价格变动，也就只能用泡沫的崩溃来解释了。

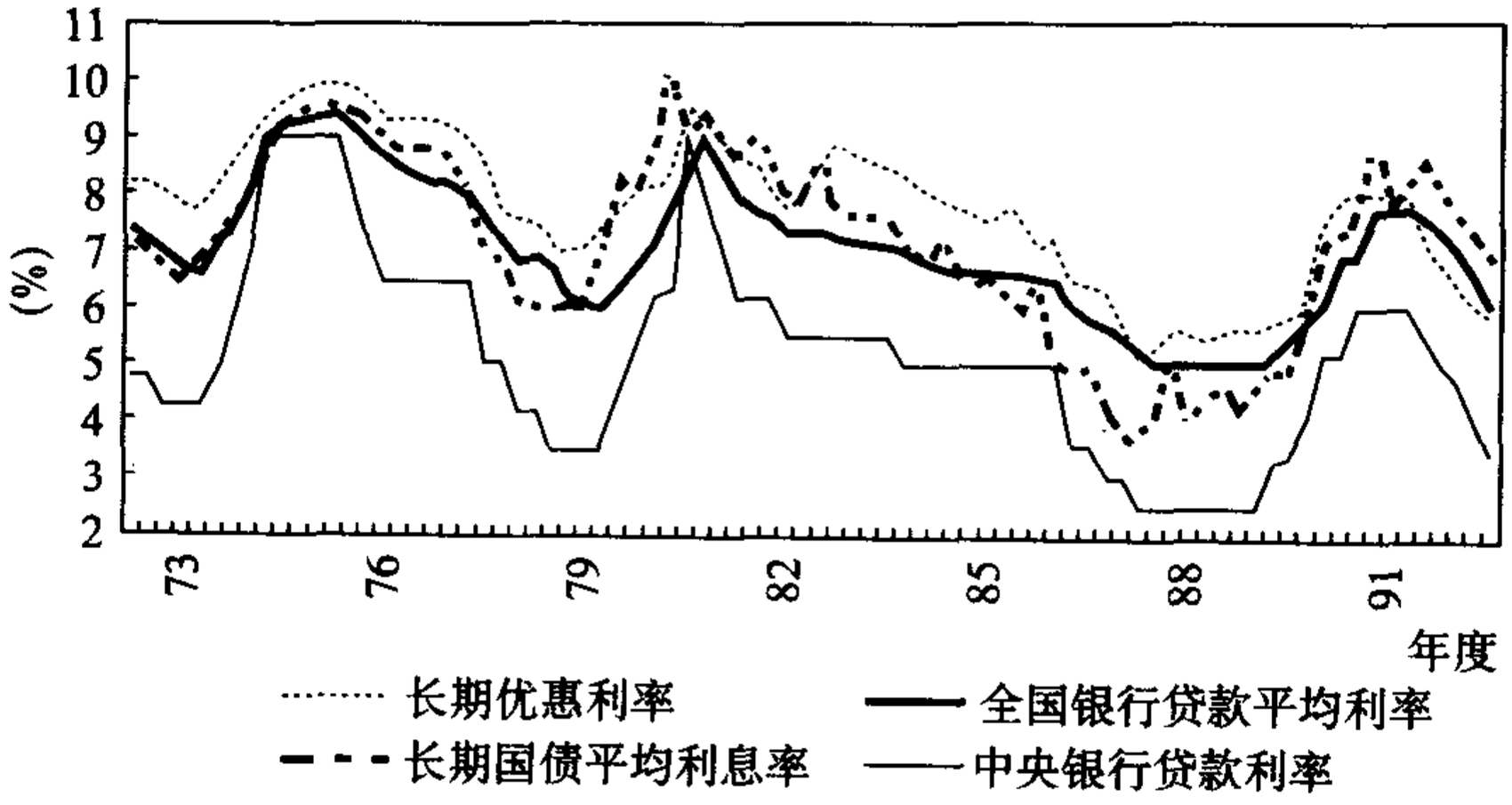


图 1–3　利率的变动趋势

资料来源：根据日本銀行『経済統計月報』绘制。

如上所述，20 世纪 80 年代后期资产价格上涨中包含着泡沫因素。这一在今天看来一目了然的结论，在泡沫的膨胀过程中却并没有获得大家的共识。80 年代后期，无论是对股价还是对地价，否定存在泡沫反而是成为一般的认识。

对于股价来说，1988 年末野村证券在世界各大报纸和杂志上刊出的广告语，是这种认识的典型代表。在广告中，他们把“日本的地价已经过高”说成是固执于托勒密天动说的陈词滥调，强调必须替换为哥白尼的地动说[①]。他们强调，因为发生了向新时

① クリストファー・ウッド（植山周一郎訳）：《バブル・エコノミー》共同通信社，1992 年，第 145 頁。

代的模式转换，所以股价上涨是理所当然的。不仅仅是证券公司和不动产公司，在经济学者中，也存在着强烈的泡沫否定论。而对于地价暴涨，则许多人认为是由于向东京单中心的集中趋势、金融管制的放松等引起的。特别是认为股价的暴涨，是对日本经济未来增长的预先反映的看法，影响极广（有关的详细分析，参看第4章）。

在表1—2中，我们总结整理了近几年《日本经济新闻》中含有“泡沫”一词的条目数量（与经济现象无关的条目除外，但包括《日本经济新闻》本报之外的《日本金融新闻》等报纸。1992年的数字到10月末为止）。泡沫不断膨胀的1989年之前，几乎很少使用这一词汇。而且，即使使用，大多也是与外汇汇率有关的条目。也就是说，在股价与地价不断暴涨的过程中，许多人并没有认识到这是由泡沫引起的。虽然现在回头看时异常上涨的特征极为明显，但是处于价格正在不断上涨的过程之中，人们实在很难去预料价格的变化会发生逆转。正因为如此，泡沫才会不断膨胀。

表1—2　日本经济新闻中出现的有关“泡沫”的稿件数量

年份	1985	86	87	88	89	90	91	92
件数	8	3	1	4	11	194	2,546	3,475

注：件数是指《日本经济新闻》、《日经金融新闻》等登载的稿件中含有“泡沫”一词的稿件数量。1992年是指1992年10月为止的数字。

有关“泡沫”的新闻条目数，从1991年开始突然增加。这表明，人们是从1990年的股价下跌与紧随其后的地价下跌中，才开

始注意到泡沫的存在的。无论什么时代都是如此，只有等到泡沫开始崩溃的时候，大多数的人才能认识到泡沫的存在。

第二节　泡沫经济的影响

泡沫的有利影响

“泡沫产生了符合人们愿望的影响”。现在，我们已经听不到有谁还在公开发表这样的看法。但是，在资产价格上涨的过程中，并不是如此。除了认为可以给证券公司和不动产公司带来巨额利润之外，还有各种各样的观点认为资产价格的上涨对国民经济整体是有利的。

首先，有人认为问题不在于价格的上涨，而在于大多数的人们不能享受到由此产生的利益。以下的文章，就非常明确地表明了这种观点：

“（20 世纪 80 年代的日本）发生的是从流量经济向存量经济的转换。……以新的理念观察现实时，我们才能正确分辨什么是本来的正常现象，什么是脱离了正常的异动。……（所以）只要从新的视角，我们就可以正确评价地价上涨的正面影响。（在这样的社会中）在不动产投资有利的地方城市购买投资用的套房，同时在获得高薪机会较多的东京都中心地带租住套房，就可以最

有效地运用家庭总资产。”①

在经济学者济济一堂的“政策构想论坛”中也是如此。从“储蓄资产在国内获得充分利用的投资机会不足，是产生国内与国际问题的原因”这样的基本认识出发，为了“创造新的市场与新的投资机会”，论坛认为必须为“小额资金参加有利可图的不动产市场”创造条件，从而提出了“不动产证券化”的建议。②

大型景气是由泡沫形成的吗

与以上的观点稍有不同，“资产价格的上涨，有利于景气扩大”的观点，得到了相当广泛的支持。实际上，在正统的经济学理论中，也承认资产价格的上涨有可能促进经济增长。

第一，是由于存在个人消费的资产效果，即股票等资产价值的上升使得消费倾向提高的效果。第二，是由于其对设备投资的影响，即因为股价高则企业的资金筹措成本降低，从而使得权益融资更为容易的效果（所谓权益融资，是指新股发行、可转换公司债、附新权债券等资金筹措方法）。除了以上效果外，在日本以土地为担保的贷款非常普遍，所以也有人认为地价的上涨可以起到增加设备投资与对外投资的效果。

---

① 宮尾尊弘：《〈ストック経済〉の時代——豊かさ獲得への処方箋》日本経済新聞社，1969 年，第 49～52 頁。括号内是野口的补充。

作者接着进一步讨论了企业的资本运营问题。他这样写道：“似乎，像流量的时代那样，仅仅依靠主业，单纯追求流量层次的目的的经营，已经不能存在。无论是主业还是副业，重要的是如何有效地发挥以存量为中心的经营资源的综合能力，实现总收益的最大化。”（55 页）

② 政策構想フォーラム《ストック経済における豊かさの実現のために——不動産証券化による望ましい投機機会の創出を》1990 年 3 月（引用的是 1、9、11 頁）。

表 1–3　真实国民总支出等的变动趋势

年　份	(%)			经常性收支
	国民总支出	民间设备投人	住宅投资	(亿美元)
1985	4.8	12.2	2.7	550
1986	2.9	3.0	10.6	941
1987	4.7	8.6	26.3	845
1988	6.0	16.8	4.9	772
1989	4.4	14.6	1.0	534
1990	5.7	12.1	4.9	337
1991	3.5	3.0	−11.3	902

资料来源：经济企画厅《国民経済計算年報》。

从理论上讲，资产价格的上涨的确可能对消费、设备投资产生正面影响。实际上，20 世纪 80 年代后期，也正是日本的实体经济实力不断扩大的时代。克服了日元升值引起的萧条之后，日本经济在 1987 年到 1990 年之间，维持了高达 5% 左右的真实经济增长率（表 1–3）。从 1988 年开始的设备投资热，一直持续到 1990 年。这三年间，设备投资的真实增长率一直超过了 2 位数。不禁使人想像，就如同是经济高速增长期投资热的再现。通常为每年 300 多万辆的汽车销售量，在 1889—1990 年间达到了每年 500 多万辆。

如果把这样的事实与资产价格的动向结合起来考虑的话，似乎资产价格的上涨确实是景气扩大的原因。但是，两者之间到底存在怎样的因果关系呢，还必须做进一步的分析。

1989 年度《经济白皮书》（《経済白書》），对消费的资产效果进行了实证分析。结果表明，在 20 世纪 80 年代后期，资产效

果对民间最终消费的真实年均增长率的贡献率只有 10% 左右。你也许可以认为这已经是相当大的数值，但是这至少同时也证明了这一时期的消费增长并不仅仅来源于资产效果。另一方面，对于地价的资产效果，正如第 8 章将要论述的那样，效果是否存在本身尚有疑问。

更加重要的问题是，资产价格的上涨到底是不是引起设备投资热的重要原因呢？确实，随着股价上涨，权益融资增加了。毋庸怀疑，这可以降低企业的资金筹措成本（据说利用权益融资筹措资金的成本只有 2%~2.5% 左右）。但是，如我们在第 5 章的详细论述中将要看到的那样，由此筹措的大部分资金，不是用于设备投资，而是用于金融投资，即通过金融机构向土地投机。所以，地价上涨增加了企业的溢价收益，从而进一步提高了股价。这种状况，如同循环扩大的金钱游戏，使得股价与地价螺旋式上涨。

如上所述，虽然资产价格的上涨引起了经济增长是一个事实，但是其影响并不大。至少可以这么说，并不是如果没有资产价格的上涨，20 世纪 80 年代后期的显著经济增长就不存在。

与之相反，正如我们将要论述的那样，泡沫的负面影响却极其明显。

赌博经济

第一个问题是“赌博经济”的盛行。

资产价格的上涨，为投资家带来了亿万的财富。流量收入远不能相比的巨大财富，使得人们的价值观发生了混乱。汗流浃背

辛勤劳动的所得，远不如金钱游戏带来的利益，必然对劳动积极性产生极坏的影响。对于企业也是一样，如果金融收益大大超出主业收益的话，试问谁还会认真对待研发等正常的经济活动呢？这种状况绝对不正常。1986 年至 1989 年期间，土地与股票市价增加额等于或者超出了名义国内总产值。如果这种情况继续下去，日本全国都将被卷入赌博经济。

在泡沫崩溃的过程中，赌博经济的负面影响，以更为剧烈的方式表现了出来。这就是投资的无法回收。特别是通过借贷筹措的投资资金，使得投资者面临灭顶之灾。利用借贷身陷巨额不动产投机的“泡沫企业”的归宿，就是这种影响的生动写照。20 世纪 90 年代泡沫崩溃后，数不清的坏事与丑闻被暴露在阳光下。YITOMAN（イトマン）事件，富士银行和东海银行等的违章拆借事件，证券公司的损失弥补问题，投机者集团和暴力团的地下交易问题等等，泡沫的“脓疮”暴露无遗，其程度几乎到了很难找到与丑闻不沾边的金融机构。

劳动相对价值的降低

股价无论涨到多高，只要继续上涨就不会出现直接受害者。但是，地价的情况不同，因为土地是经济活动和日常生活中不可缺少的要素。20 世纪 80 年代地价上涨引起的最大问题，就是大城市住宅地价过高，已经到了不可能仅仅依靠劳动所得购买的程度。

由于不动产价格的异常暴涨，形成了“具有不动产的人”与“应该具有不动产的人”之间的微妙关系。即使是大企业的管理层

也可能没有自己的住宅，而他的部下的住宅却可能值数亿日元。这样的现象，随处可见。

地价上涨幅度在地区之间也不平衡。大城市与地方圈、同一城市圈的中心部与边缘部，除了原本存在的地价水平差异之外，由于地价上涨率的不同，相互之间的地价差距进一步扩大。因此，即使在“同样具有住宅的居民”之间，资产的差距也扩大了。

这样，由于购入时间或者继承时间的不同，居住用资产的保有状况产生了巨大的差异。居住用不动产的购入与继承虽然不是赌博，但就降低了劳动的相对价值而言，与赌博造成的影响完全相同。赌博经济产生的最大问题，也正是降低了劳动的相对价值。

如果地价上涨正确反映了实体经济的变化，那么地价可以认为是资源最佳配置的适宜信号。但是，由于泡沫而暴涨的地价，却会造成资源配置的扭曲。关于这一点，我们将在第 2 章中论述。

金融系统的“炉心熔毁”

资产价格暴跌中的投资失败，如果仅仅局限在不动产业与资本运营企业，那么还不能说是经济整体的问题。但是，由于金融机构深深地卷入了这个过程，投机资金的大部分来自于金融机构的借贷，投机失败形成的金融机构不良债权，却是可能影响经济整体的大问题。

不良债权的总额到底有多少，现在还不清楚。一方面是由于

金融机构的情报公开不够，另一方面则是由于问题刚刚开始，还很难把握其全貌。但是，在一定的假设下，我们可以推算出其规模大约在30万亿日元左右，其中不能由担保回收的部分在10万亿日元左右（详细的计算依据，参照第7章）。与反映金融机构主业收益的指标“业务收入”（1991年全国银行合计为3.7万亿日元左右）相比，这是一个相当大的数值。因此，如果以每年的收入来填补，那么不良债权的处理需要相当长的时间。

现在为止，我们一般都把金融机构持有股票的巨大“溢价资产”，作为对付不良债权的有效防波堤。1989年9月，城市银行、长期信用银行、信托银行的溢价收益合计曾一度上升到了大约62万亿日元。但是，由于股价的下降，溢价收益迅速减少。据说当平均股价降到13000日元时，城市银行的溢价资产将变为零。有些金融机构也许将面临无法继续经营的破产状态。如果能把这种状态限制在个别的金融机构，那还是好的。就怕由于储蓄者的恐慌引起挤兑，使金融机构整体陷入危险的境地。而人们对可能出现这种事态的不安，又会使股价进一步下跌，以致形成恶性循环。可以认为，1992年8月的日本经济，已经濒临这种状态的边缘。

金融系统是一国经济的基础核心，是相当于原子反应炉的核心的部分。所以，金融系统的崩溃，可以比喻为炉心熔毁。如果在原子炉中真正发生了炉心熔毁，其结果将大大超出我们的一般预想，高温材料块和炉壁落地后，将使得周围的岩石不断溶化甚至洞穿地壳。如果金融系统的崩溃成为现实，其产生的后果也是我们的常识所无法想像的。特别是在战后还没有经历过金融机构破产的日本，其影响更是难以预料。

目前，不良债权问题的解决才刚刚开始。在今后数年间，日本经济还将为此付出巨大的代价。

第三节　泡沫的原因

仅仅是由于伦理问题吗？

作为泡沫膨胀的原因，首先被提到的就是金融机构的伦理问题。人们认为，金融机构放松了对融资对象的严格审查，热衷于追求高收益的融资竞争是泡沫的原因。确实，银行虽说是私人企业，但是它承担着结算的公共功能，所以仅仅追逐利润的经营是有问题的经营。金融机构无法不接受这样的批判。当然，违反规定的不正当融资另当别论。此外，还必须追究进行土地投机的不动产业和热衷于资本运营企业的相应责任。不言而喻，所有这些问题都是事实。

但是，在这些事实当中，许多是现在回头看时才可以说清楚的问题。当获得巨额利益的可能性就在眼前时，要保持自我克制并不容易。将要在第 3 章中论述的历史上的泡沫事件，就是最好的例证。20 世纪 80 年代的日本，在金融管制的过度放松与企业开始“脱媒”的过程中，每个银行都在争取确保融资对象。从单个银行的角度看，大家都趋向于可望获得高收益的不动产融资，也

许是理所当然的选择。而在热衷于资本运营的企业中，不考虑股价上涨时的权益融资手段的财务经理，一定会被认为是无能。

对经营理念进行批判和反思，固然必要。但是，分析不能仅止于此，从经济学的立场来看，最重要的是要探明引起泡沫的经济机制和宏观经济条件。

支撑了泡沫的资本运营和土地投机

在泡沫的背后，资金的循环发生了巨大的变化。对此的详细分析，将留待第 5 章进行，这里我们仅作简单的概述。

首先，由于股票市场的活跃使得资金筹措成本显著降低，以大企业为中心，广泛采用了“权益融资”的资金筹措手段，从资本市场上筹措到了巨额资金。仅 1987 年至 1989 年的 3 年间，企业从资本市场上筹措的资金总额（包括公司债券在内）就达到 58 万亿日元（其中的 56 万亿日元是权益融资）。从 1985 年至 1990 年，企业累计从资本市场筹措到的资金多达 91 万亿日元。除此之外，企业还从金融机构借入 185 万亿日元，用其他方法筹集 130 万亿日元，筹措到的资金总额达到了 405 万亿日元。

筹措到的资金的相当大部分，不是被用于设备投资，而是投入到了大额定期存款、特定货币信托、信托基金等资本运营的资金运用。前述 405 万亿日元中的 64%，即 258 万亿日元，属于金融资产的增加。

此外，所谓的企业“脱媒”倾向，在此期间有显著的进展。特别是制造业中的大企业，金融贷款占全部资金筹措额的比率，从 59% 迅速下降到 34%。不仅如此，借款余额的绝对额本身也在

减少。因此，金融机构陷入了资金运用困难的局面，贷款对象不得不从原来的大企业、制造业转向中小企业与不动产业。

贷款对象转变的结果是对不动产业的融资余额剧增。1985 年至 1989 年的 5 年间，金融机构对不动产业的融资余额，在 1984 年末 22.9 万亿日元的基础上，剧增了 33.4 万亿日元（包括全国银行以外的金融机构，详细的分析参照第 5 章的表 5—3、表 5—7）。除了上述的直接融资外，还存在经过非银行金融机构的“迂回融资”。5 年累计推算的迂回融资额为 10.8 万亿日元。两者合计达到了 44.2 万亿日元。

另一方面，不动产业的投资主要包括购买土地、设备资产和有价证券等方面。据推算，同期不动产业的土地购买价额为 28.2 万亿日元，固定资产（建筑物等）投资为 10.7 万亿日元，有价证券为 8.6 万亿日元。其中对土地和固定资产投资的大部分，被用于了土地倒手、哄抬地价、度假村开发、投资用一居室住宅建设等投机活动。

金融自由化的影响

引起上述资金循环变化的一个重大原因是金融自由化。

以 1979 年 5 月导入的可转让存款为突破口，20 世纪 80 年代分阶段实现了大额存款的利率自由化。1985 年 3 月，导入了市场利率浮动型存款，同年 10 月，实现了 10 亿日元以上定期存款的利率自由化。

由于实现了利率自由化的商品的利率高于受管制的商品，所以可以利用利率自由化商品的企业的金融收益也随之增加，这促

使企业越来越重视资本运营。根据日本开发银行（日本開発銀行）的分析，1986 年左右，日本大企业的金融资产收益率达到 8% 左右[①]。另一方面，权益融资的资金筹措成本只有 2% 左右。因此，企业只要把资金从右手移到左手，就可以获得巨额的金融收益。企业疏远其主业热衷于资本运营固然是个大问题，但是，我们不得不说，存在于问题背后的宏观经济条件的异常，才是问题的根本。

然而，从金融企业的角度看，利率自由化成为资金筹措成本上升的重要原因。为了弥补资金筹措成本的上升，金融机构没有采取提高贷款利率的一般做法，而是采取了通过将贷款对象移动到利润率较高企业的方法。这种变化与大企业的“脱媒”趋势相结合，促成了金融机构对不动产业贷款的增加。

另一方面，由于仍在执行利率管制的小额存款的利率相对较低，家庭不能享受到利率自由化带来的金融收益增加。与此不同，企业在资金运用上可以利用自由利率存款，在资金筹措上可以经由金融机构利用从家庭汇集的低利率的利率管制存款。这样，企业不仅可以低资金成本来进行设备投资，而且只要分别增加金融资产与负债，就可以在金融收支上获得巨大的利益。

为什么金融放松会成为治国之论

引起上述资金循环变化的另一个重要原因是金融放松。20 世

---

① 日本開発銀行《20 世纪 80 年代のマネーフローと今後の企業金融》《調査》第 162 号，1992 年 7 月。

这里，“金融资产收益率”，是根据营业外收益除以库存流动性证券与企业间信用信贷的期初期末平均余额而计算得到的。

纪 80 年代后期可以说是金融过度放松的时期。从图 1—3 所示的中央银行贷款利率的变化来看，1983 年 10 月以后稳定了一年多的 5% 的利率，从 1986 年 1 月开始，经过几次降息，至 1987 年 2 月降到了历史最低的 2.5% 。

这样的金融放松，作为日元迅速升值的对策来考虑，也许是必要的。汇率变动对生产者（特别是出口者）的利益影响，不同于消费者。日元升值，使前者受损，而后者则会因为进口商品价格的下降而获益。尽管如此，几乎没有人站出来支持日元升值。这是因为汇率变动利益的返还机制不完备，消费者不能充分享受到日元升值带来的好处的缘故。我们必须注意到在泡沫发生的背后，存在着的这样的经济结构扭曲。

于是，泡沫就按照如下的经济机制发生了。一方面，生产率的提高引起了日元升值。通过进口物价的下降，国民的辛勤努力本来可以得到回报。但是，日元升值的利益实际上没能返还到消费者，而是被生产者和流通业者吞噬了。这增加了企业利润，企业为了运用这部分增加的资金而开始资本运营。同时，企业利润增加而引起的股价上涨，也使得权益融资变得更加有利，可以通过资本市场筹措到更多的资本运营资金。这些资金经由金融机构投向土地投机。另一方面，为了防止日元升值，实行了金融放松。这又进一步促进了地价与股价的上涨。

如上所述，国民不仅不能通过物价降低和金融收益享受辛勤努力与高储蓄率的成果，反而不得不面对“地价上涨”这样具有讽刺意义的局面。

正如我们将在第 7 章论述的那样，由于财政措施是处理金融机构不良债权的选择之一，所以，可以预见今后日本国民的负担

也许还将进一步加重。

第四节　泡沫后的经济

是新类型的萧条吗?

资产价格的下跌，对实体经济产生了怎样的影响呢?

一般来说，压倒性的意见是“产生了严峻的影响”。特别是，股价下降后，因为 BIS（国际结算银行）管制，产生了信贷紧缩。所谓的“BIS 管制”，是指有关金融机构的资产中自有资产的比率必须维持在一定标准以上的规定。在日本，由于把股票溢价的一定比率算入自有资本，股价下降后金融机构的溢价减少，造成达标困难。于是，为了压缩资本规模，出现了“信贷紧缩”，从而抑制了设备投资。

此外，资产价格的下降还将通过消费的（逆）资产效果、企业资金筹措成本的上升等途径，对实体经济产生了负面影响。这正好与资产价格上涨时产生的影响效果符号相反。因此，现在的萧条不仅是因为景气循环造成的，而且还伴随有结构性的原因，可以说是一种新类型的萧条。宫崎义一（宮崎義一）正是在这个意义上，把 20 世纪 90 年代的萧条称为“复合萧条”的。①

---

① 宮崎義一:《複合不況》中央公論社、1992 年。

一方面，货币供给量的增长确实在减缓。1992 年 9 月，货币供给量对上年同期的增长率降到了极低的 −0.4%。另一方面，资产价格出现了前所未有的暴跌。因此，初看起来似乎是资金供给面的制约抑制了设备投资。同时，股价下跌既减少了民间的消费支出，又使得企业因为无法利用权益融资而资金筹措成本上升。

但是，我们很难把这些原因作为景气后退的本质原因。因为除了这些原因之外，还存在着促使投资需求下降的更强烈的原因。正如已经论述过的，在 20 世纪 80 年代后期到 1990 年为止的大型景气中，设备投资、住宅投资以及对耐用消费品的投资都有大幅度的增长。因此，企业的生产设备、住宅以及耐用消费品存量，都已经达到相当高的水平。为了把这些存量回复到常年水平，就有必要抑制投资。这就是所谓的“存量调整”机制。这本身并不是什么新的东西。只是，这一次的调整规模特别大，调整所需要的时间也特别长。

如上所述，主要是由于需求方面的原因，造成了设备投资与耐用消费品投资的显著减少。前述货币供给量增长率的降低，在很大程度上也是由于资金需求降低方面的原因。因此，即使银行想要增加贷款，贷款也很难出现增加的趋势。

正如我们还将在第 8 章中进行详细论述的那样，由于上述原因和其他一些原因，就目前的日本经济而言，资产价格的下跌对实体经济并没有产生强烈的负面影响。可以认为，泡沫的崩溃对金融系统的影响是严峻的，但是对实体经济的直接影响却是有限的。

在另一方面，我们也不能忽视泡沫的崩溃对经济增长的正面影响。例如，住宅投资将会因为地价回落到正常水平而开始增

长。伴随有土地购入的设备投资也是如此。大部分的基础设施（特别是大城市的基础设施）建设，也会因为征地成本的降低而增长。还有，正如第二节所述，如果泡沫的不利影响一直持续下去，那么长期的正常经济活动将不可能维系。“泡沫的崩溃引起经济崩溃”的想法并不正确，相反，泡沫后时代的经济发展前景只有在泡沫崩溃之后才可能展开。

能够防止泡沫再次发生吗?

如第 3 章所述，历史上出现的任何一个“泡沫故事”都很相似。尽管事后回头看时大多非常可笑，但是泡沫还是三番五次再现。其原因就在于泡沫具有“只要投机继续就可以产生利益”的本质特性。有鉴于此，我们不能否认泡沫再次发生的可能性。至少，在股票市场上要完全预防泡沫的发生是困难的。

但是，把“土地”这样一种生活不可或缺的要素作为投机对象，是我们必须尽力防止的。防止地价泡沫的再次发生，应该是今后经济政策的重要课题。

针对这次地价暴涨而采取的措施，大多是一些头痛医头、脚痛医脚的对症措施。1987 年导入的“监视区域制度”是其典型。这是通过行政的介入与指导来抑制地价的制度。如果是在投机的初期阶段，这样的措施在降低投机热度方面或许可以发挥一定的效果。但是，由于它不能解决地价上涨的原因，所以它至多只能是一种应急措施。如果把它作为防止泡沫再次发生的措施，它不仅不充分，而且也不合适。

在日本，把土地作为投机对象的重要原因在于税制的扭曲。因此，要防止地价泡沫的再次发生，最重要的是要实现土地税制的合理化。在本次泡沫发生的初始阶段，改变了土地让与的征税方式，即对短期保有土地征收更高的税。然而，这也是一种对症疗法式的措施。因为对土地让与征税的负担，是有可能转嫁给买者的。而且，让与征税还具有抑制土地出售的负面效果。

实际上，固定资产税等土地保有征收的税负过轻，助长了把土地作为资产保有的倾向，才是问题所在。为了改变这种状况而引入的“地价税”，从方向上看是正确的。但是，由于征税对象有限，实际税率低等原因，地价税还不可能成为将来防止泡沫再次发生的有效工具。

对资产价格的动向产生了重大影响的是金融政策。金融放松成为了本次泡沫发生的导火索，而成为泡沫崩溃导火索的是对不动产相关融资的总量控制与金融紧缩政策。因此，将来为了预防泡沫的发生，合理地运用金融政策是不可缺少的。现在为止，金融政策的作用主要是影响设备投资、物价等经济流量。今后，金融政策还必须有意识地将防止资产价格的过度剧烈变动，作为其重要政策目标。

除了上述预防泡沫的直接对策外，还要进行更大范围的经济结构调整。如果说汇率利益返还机制的不完备是使金融放松效果产生扭曲的原因，那么对此返还机制进行改革就是一个重要课题。虽然这些改革看起来似乎是舍近求远，但是经济结构的整体调整十分重要。

泡沫后经济的课题

看到日本的景气后退和泡沫经济的后遗症，在欧美出现了“日本的时代已经结束”的观点。他们认为，20 世纪 80 年代后期的日本经济增长是建立在泡沫之上的幻影，随着泡沫的崩溃，日本的繁荣也就随之终结了。

但是，我不同意这样的看法。如上所述，尽管 20 世纪 80 年代后期的日本经济增长中，有因为资产价格上涨而加速的一面，但是就其根本而言还是由实体经济的原因引起的。日本经济的运行，是以高技术能力、高教育水平、勤奋的劳动者以及高储蓄率和高投资率等因素为基础的。这些实体经济因素，都没有因为泡沫的崩溃而改变。技术能力依然很强，教育水平和劳动力的素质也没有降低。储蓄率虽然正在逐步降低，但是仍然保持了很高的水平。这种状况，至少在 20 世纪中会继续下去。我们所面临的课题，是如何使得日本经济的这种潜在能力显现出来，并由此实现以下的目标。

第一，必须积极推进生活环境与基础设施建设。如同许多人都承认的那样，现在日本最落后的是与大城市生活有关的社会基础设施。上下班铁路的拥挤到了无法容忍的地步。住宅以及相关设施虽说有所改进，但是与欧美各国相比，还处于很低的水平。另一方面，从经济整体的资源平衡来看，现在的日本具有改善现状所需的巨额投资能力。过去，地价的暴涨阻碍了我们认识与发现这种经济能力。当地价回复到正常水平之后，我们有必要大幅度地增加对生活有关设施的投资。

第二，必须认清日本在新的国际环境中的作用，并积极发挥作用。从经济学的观点来看，最重要的是发挥日本作为资本供给国的作用。日本的贸易盈余，绝不是因为泡沫而突然增加的临时性结果，而是由高储蓄率实现的结构性结果。20 世纪 80 年代后期，由于设备投资热一度缩小了的贸易盈余，今后将会进一步扩大。问题在于在确定国际新秩序中，日本应该如何来使用这种经济实力。我认为，除了应该继续对原有的发展中国家和美国等供给资金外，最好还能够积极满足旧社会主义国家等新资金需求国的要求。上述每一个方面都存在着各种各样的复杂问题，重要的是日本应该采取什么样的世界战略。

第三，必须为即将到来的高龄化社会做好准备。日本人口中高龄人口所占的比率，虽然正在不断上升，但是与欧洲各国相比还是低的。日本经济运行良好的基本原因之一，也在于此。但是，这样的状况将来会发生巨大变化。根据预测，到 2020 年左右，日本将超过欧洲各国，成为世界上高龄化程度最高的国家。这会对经济的各个领域产生深刻的影响。特别是，储蓄率的下降一定会显著地削弱日本的经济实力。还有，为了筹集不断扩大的社会保障开支，必然会提高税负和社会保险费负担。如何应对这种事态，是我们现在就必须开始考虑的重要课题。

以下各章中，我们将对上述论点，进行更加详细的进一步论述。

第 2 章
泡沫的经济理论

作为流行语的“泡沫”一词，已经被用滥了。例如，有人把超出了常规的价格变动称之为泡沫，还有人把金融管制过度放松后产生的现象称之为泡沫。显然，这些都不是正确的用法。“泡沫”不是一个模糊的概念，至少在形式上它具有明确的定义（当然，它能否计测又是别的问题。对此，我们将在以后论述到）。正确理解泡沫的含义，对于正确把握资产价格的动向和分析政策问题非常重要。因此，本章我们首先要阐述“泡沫”的基本概念，在第一节中叙述土地等资产价格的决定理论，在第二节中给出“泡沫”的定义，并在第三节中分析“泡沫”的性质。

第一节　资产价格的决定理论

资产价格决定方程式

股票、土地等资产具有价格，是因为他们能够带来收益。股

票的收益是分红。土地的收益则是通过住宅用地、商业用地、工业用地等使用而获得的。因此，资产价格就其本质而言就是由这些收益所决定的。

但是，除了这些收益之外，资产还会因为增值而带来收益。因此，假定 p_t 为 t 期的资产价格、p^*_{t+1} 为（$t+1$）期的预期资产价格，则资产带来的预期经济利益，就可以表示为收益 r_t 和预期资本收益（$p^*_{t+1}-p_t$）之和。

在均衡状态下，所有资产的收益率均等。因为如果某种资产的收益率较高（即与其收益相比较资产的价格相对较低），那么人们就可以通过卖掉其他资产购入这种资产而获益。这种交易称为“套利”。也就是说，通过套利可以实现资产收益率的均等化。

现在，如果我们将国债利率等典型的收益率作为贴现率，并记为 i_t，则有，

$$i_t=\frac{r_t}{p_t}+\frac{p^*_{t+1}-p_t}{1+i_t} \tag{1}$$

解得

$$p_t=\frac{r_t+p^*_{t+1}}{1+i_t} \tag{2}$$

这就是资产价格的决定方程式。

在这里，需要注意的是收益与资产价格之间的因果关系为，如上所示的“资产价格取决于收益”。这与一般情况下人们对这两者因果关系的认识正好相反。例如，人们一般认为，“因为地价上涨使得写字楼与住宅的租金上涨。”但是，实际上租金是由房屋出租服务的供求关系所决定的。虽然我们不能说地价对此完全没有影响，但是至少可以说其影响是非常有限和间接的。

根据（2）式，我们还得到将来价格（期望值）影响现在价格的特殊因果关系。通常情况下的一般因果关系是根据时间顺序，过去的影响现在的。而资产价格却不同，它所考虑的是将来对现在的影响。资产价格的许多问题，正是基于资产价格的这一特性而产生的。

这里，有几点需要注意。第一，风险问题。一般来说，资产的将来收益存在相当的不确定性。例如，股票的未来分红、土地的未来收益，就现在而言都是不确定的。这样的资产称为“具有风险的资产”。对于这些资产，为了补偿风险，必须有更高的收益。高出的部分，称为风险溢价。在这种情况下，资产价格决定方程式中作为贴现率的“利率”，就有必要用“利率＋风险溢价收益率”来代替。

第二，是（$t+1$）期预期资产价格 p^*_{t+1} 的真正含义。如上所述，将来收益具有不确定性，所以我们只能在一定的概率下预期下一期的价格。这时，由于现时点可以利用的有关将来的信息不同，人们对概率的判断也会不同。因此，这里所说的“预期价格”，是指根据现时点可以利用的信息进行概率判断，并以此概率计算的期望值。

第三，是关于土地利用的收益。土地利用收益原本表现为地租。但是，在现在的日本，由于受到《借地法》的限制，“地租”形式的土地收益，经常被压到极低的水平。也就是说，现实中观测到的地租，并不是土地收益的适当指标。因此，有必要根据楼房租金等数据间接地推算土地利用收益。

第四，就自己所有的土地与住宅而言，土地利用不带来独立的货币收入。但是，土地提供有益服务这一点，与租借时完全相

同。因此，可以根据相类似楼房和住宅的租金，推算其“收益”，以此作为对其价值的评价。

实体经济价格

假定每期的资产收益与贴现率（利率）都相等，则资产价格方程式可以作如下的简化。首先，根据相同的思路，我们可以得到（$t+1$）期资产价格的期望值如下：

$$p^*_{t+1}=\frac{r+p^*_{t+2}}{1+i}$$

其中，r和i分别表示资产收益与贴现率（利率）。将上式代入（2）式中的p^*_{t+1}，可得

$$p_t=\frac{r}{1+i}+\frac{r}{(1+i)^2}+\frac{p^*_{t+2}}{(1+i)^2}$$

重复以上过程，则p_t可以表示为如下的级数形式：

$$p_t=\frac{r}{1+i}+\frac{r}{(1+i)^2}+\frac{r}{(1+i)^3}+\cdots\cdots+\frac{p^*_{t+n}}{(1+i)^n} \qquad (3)$$

当n无限大时，最后一项收敛趋于零，于是得到

$$p_t=\frac{r}{i} \qquad (4)$$

在（4）式中，没有出现将来资产价格的期望值。如上所述，即使我们考虑了资本收益的存在，在一定的条件下，资产价格也可以表示为仅仅取决于收益与贴现率（利率）。因为收益与贴现率（利率）都反映了经济基本结构（是实体经济因素），所以（4）式表示的资产价格被称为“实体经济价格”。这就是在股价中被称为

"分红还原价格"、在地价中被称为"收益还原价格"的价格。

当然，通过简单的推导，我们不难确定，当土地收益增长率 g（$g<i$）每年一定时，则（4）式可变换为：

$$p_t=\frac{r}{i-g} \tag{5}$$

第二节　泡沫与实体经济

资产价格变动的影响因素（1）：收益与贴现率（利率）的变化

从（4）式可知，影响资产实体经济价格的因素如下：

第一，收益 r 的变化。这在股票市场中相当于"业绩行情"的变化。由于新产品开发成功，使得公司股票价格上涨，就是一个例子。对于地价来说，这则相当于由于开发使得土地利用价值的上升。例如，由于新建地铁车站使得周围的地价上升、城市中由于人口与产业的集聚引起的地价上升等等。所有这些都会引起资产的实体经济价格的变化。

收益变化是经济实体变化的反映，所以收益变化引起资产价格的变化是理所当然。而且，为了实现资源的最佳配置，这样的价格变化也是十分必要的。

第二，影响收益还原价格的另一个重要因素是贴现率（利率）。根据（4）式可知，随着金融管制的放松，利率下降则资产

价格升高。因此，金融管制的放松引起的资产价格变动，只要不超出上述公式所表示的变动范围，它就不是泡沫，而可以认为是实体经济价格的变动。

股价和债券价格，由于宏观金融环境不同也会产生很大变化。这种变化，在股票市场上通常称为“金融行情”。业绩行情一般因不同的股票而异，而金融行情则是无论哪个股票产生的变化都相同。

需要指出的是，即使考虑了预期收益与风险溢价的增长率，资产实体价格的变化也可以由以上说明得到解释。

资产价格变动的影响因素（2）：预期的影响

由（2）式可知，考虑了资本收益时的资产价格，除了因为实体经济原因而变化之外，还会因为其他原因而发生变化。如果人们预计资产将来会升值，那么仅仅因为这一点资产的现在价格就会上升。例如，只要许多人都相信某个股票将来会升值，那么即使其红利不变，现在的股价也会上升。同样，如果人们都期望某一块土地在一年后能够升值到 1 亿日元，那么，不管这一年间这块土地的实际利用收益如何，现在以 8000 万日元购进总是有利可图的。也就是说，当存在与经济实体无关的资本收益期望时，通过“升值期望引起升值”的形式，资产价格完全可能上升到高出其实体价格的程度。相反，当人们预计将来价格将下降时，也可能引起资产价格的暴跌。

“将来价格（的预期）影响现在的价格”，这是资产价格特有的现象。由于对将来价格预期的不确定性，资产价格也不稳定，容易变动。而且，资产价格具有一旦变动发生就较容易呈现螺旋

式加速的趋势。

泡沫的定义

现实资产价格与实体资产价格的差，称为“泡沫”。也就是说，“泡沫”是指现实资产价格中，实体经济不能说明的部分。因此，在经济理论上，“泡沫”不是一个模糊的概念，而是一个具有明确内涵与外延的概念。

当然，要想利用现实的数据推算泡沫的程度有多大，是极为困难的。这是因为实体经济价格的测定非常困难的缘故。以地价为例，如果以现值作为收益、以国债利率等作为贴现率，那么可以计算收益还原价格。但是，在这里，我们既没有考虑到收益的将来增长的可能性，也没有在贴现率上考虑风险的溢价问题。现实中，我们观测不到这些数据，不得不做一些假定。因为所做假定的不同，计算结果自然就会有很大的差异。

为什么要区别泡沫

资产价格的上升，到底是由于实体经济的原因，还是由于泡沫的原因，这对于我们做各种各样的判断来说极为重要。

首先，因为泡沫是游离于经济实体的东西，所以迟早会崩溃。股票市场过热或牛市过头之后，股价就会通过下跌而进行自我调整。与此相反，土地市场是不完全的市场（由于个体差异性过强很难客观地确定价格，交易费用也很高）。因此，地价泡沫比较容易长期存在。尽管如此，从过去的数据看，剧烈上涨之后地

价也会有一段相对平稳的时间，在此期间，土地收益会随着实体经济的增长而上升，从而实现地价的调整。

泡沫与实体经济的区别，在政策判断中具有重要意义。资产价格上涨如果是由于实体经济因素的变化而引起的，说明这是资源配置合理化的适宜信号。这时，我们不需要采取以调节资产价格本身为目的的政策。当然，这种情况下虽然仍可能存在分配上的公平问题，但是必须采取的是增加供给等实体经济政策，此时的资产价格是实体经济运行的结果。

与此相反，如果资产价格的上涨是由于泡沫引起的，那么以降低资产价格本身为目标的政策就成为必要。首先，因为“过高”的资产价格，存在着深刻的分配公平问题。例如，地价因为泡沫的膨胀而上涨时，如果地价的上涨速度超过了收入的提高速度，仅靠劳动收入购入住宅就会成为困难。相反，较早保有土地的家庭却可以因此得到巨额的资本收益。而且，即使在同样保有土地的家庭之间，资产差距也会随着地价上涨而扩大。这种状况长期持续下去，必将对劳动积极性产生极其恶劣的影响，成为经济健康增长的重要障碍。

其次，因为泡沫而膨胀的资产价格，也会造成资源配置的扭曲。这一点以地价为例来说明，比较好理解。收益还原价格是收益除以利率而得到的，如果现实的地价高于此价格，则购入土地进行开发利用的收益率将比利率还低[①]。也就是说，投资于购入土地建设出租用的楼房等，还不如投资于金融资产更有利，等待

---

① 假定土地利用收益为 r，利率为 i，则收益还原价格为 $p=r/i$。于是，当现实的地价为 p' 时，如果 $p'>p$，则 $p'>r/i$，因而收益率 $r/p'<i$。

升值获得资本收益成为购入土地的惟一目的。于是，“土地倒卖”横行，土地得不到有效利用。因此，从实现资源的最佳利用的角度看，也有必要消灭泡沫。

社会基础设施建设的地区间分配，也会因为地价泡沫而产生严重的扭曲。因为街道、公园、铁路等的建设都需要大量的土地，所以如果大城市的资产价格因为泡沫而升高，就会使得大城市的基础设施建设投资相对过小，从而进一步恶化大城市的生活环境。

此外，因为固定资产税、继承税等都是以土地价值为基准来征税的，所以地价因泡沫而膨胀后还会带来税负过重的问题。

就股价而言，也许会认为即使产生泡沫，也不会像地价那样对资源配置有那么多的直接影响。但是，资源配置将被扭曲，是与地价泡沫完全相同的。正如我们在第 1 章所看到的，20 世纪 80 年代后期的日本，由于股价上涨，企业的权益融资成本降低，企业从资本市场筹集到了巨额资金。而其中的相当大的部分，被用于金钱游戏式的投机活动。这就是股价泡沫引起的扭曲。

第三节　泡沫理论

合理泡沫

（4）式所表示的实体经济价格，满足判定条件（1），这一点从它的推导过程来看一清二楚。那么，满足判断条件的，就仅仅

只有实体经济价格吗？实际上，并非如此。

为了证实这一点，我们考虑如下式所示的价格变化过程。

$$p_t = \frac{r}{i} + a(1+i)^t \tag{6}$$

这里，a 是任意的常数。根据前述的定义，本式中的第二项 $a(1+i)^t$ 就是超出实体价格的部分，也就是泡沫。

然而，正如只要进行简单的计算就可以确认的那样，（6）式所表示的价格，也满足判定条件（1）。也就是说，（6）式所表示的价格，资产价格中虽然包含了泡沫，但是由于泡沫的绝对值随时间而扩大的缘故，总是能够满足判定条件。这样的泡沫被称为“合理的”泡沫（这里所说的“合理”，是指投资者事先预期的价格上涨得到实现的含义）。

某个公司的股票因为合理的泡沫而上升时，虽然股价与企业实体经营已经分离，但是投资同样可以获得利益。在这里，重要的是股票价格怎样变动，而不是公司的实体经济怎样（至少在短期内是这样）。

那么，为什么在推导实体经济价格时，这个解被排除了呢？这是因为我们假定，当（3）式中的 n 无穷大时，最后一项收敛为零的缘故。如果将这一项保留下来，则解向无穷大发散，某一时点的价格就无法确定为单一的固定值了。正是为了摆脱这样的困境，我们才假定最后一项收敛为零。但是，这仅仅是为了计算便利而设的假定而已。合理泡沫发生的可能性，是无法先验地否认的。

那么，合理泡沫将延续到什么程度为止呢？首先，负的泡沫（$a<0$）不可能无限持续。因为资产价格必须为正（也可以说，如

果人们一开始就能够认识到这一点，那么负的泡沫根本就不会发生）。正的泡沫（$a>0$）在资源有限的现实世界中，也一定会在什么时候遇到某些制约条件。例如，资产价格过高，也许现实交易时所需的资金就难以筹措。因此，正的泡沫也不会永远持续下去，总要在什么时候崩溃。

凯恩斯的美女投票论

凯恩斯将股票投资比喻为美女投票，认为“可以将一般人的投资，看作是这样的新闻投票，即投票者在100张照片中选最漂亮的6个美女，如果他们的选择最接近全体投票者的平均偏好，那么就可以获得奖金。”在这种情况下，即使投票者选择了自己确实认为是最漂亮的美女，也不一定就能够得到奖金。因为问题不在于到底谁真的最漂亮，而在于全体投票者的判断如何。因此，必须根据最符合其他投票者判断的原则进行选择。投资顾问也是如此。

进一步考虑，我们会发现实际上问题更为复杂。因为投票者将全部从相同的观点来看待问题。因此，必须预测的是“平均的意见会期待什么成为平均的意见”。

凯恩斯认为，由于股价就是根据这样的机制决定的，所以股票市场存在着不能发挥投资资金合理配置功能的可能性。

泡沫的崩溃：概率模型

在前述的合理泡沫模型中，下一期的价格是确定可知的。但

是，实际上泡沫成为问题的是，如股价那样，下一期的资产价格是不确定的。在这种情况下，既存在泡沫膨胀从而价格继续上涨的可能，也存在泡沫崩溃从而价格下跌的危险。这种情况，可以用如下的模型来表示：

当泡沫崩溃的概率为 q 时，则 t 期的资产价格由下式决定：

$$p_t = \frac{r}{i} + \frac{a(1+i)^t}{1-q} \tag{7}$$

当概率 q 为零时，t 期的预期资产价格与（6）式所表示的完全相同。由此可知，（7）式所表示的价格变化过程也是满足判定条件的解。

在这个模型中，我们假定泡沫崩溃的概率是一定的。实际上，假定价格越高泡沫崩溃的概率也越高，也许更加接近现实。也就是说，爬得越高，摔下来的危险也就越高。

在以上模型中，我们还假定了泡沫一旦崩溃后就不可能再次发生。实际上，含有泡沫再发生机制的模型，也许是更加符合现实的模型。

如上所述，关于含有泡沫的资产价格，可以用各种各样的模型进行描述。但是，无论是哪种模型，都只能将泡沫的崩溃记述为一种概率现象。①

---

① 东京工业大学的今野浩（今野浩 Hiroshi Konno）根据麦考比茨（マーコビッツ）的平均分散模型的扩展形式，推导出了市场危险资产的总价值 V 是投资者所要求的平均收益率 r 的函数的表达式。由此可知，随着 r 的增大，V 也增大，当 r 增大到等于危险资产全体的平均收益率时，V 为无限大。这也许可以看作是泡沫膨胀与崩溃的表达式。Hiroshi Konno, Existence and Stability of Equilibria in the Mean-Variance Capital Market (mimeo), April 1992.今野浩《ファイナンス理論：重み増す工学的アプローチ》日本経済新聞《経済教室》1992 年 9 月 2 日。

泡沫的发生

与泡沫的崩溃一样，对于泡沫的发生，也不存在令人满意的理论解释，有的仅是几种描述性的说明而已。

第一种情况，相当于传销的结构，是首先出现企图赚钱者，而一些人们不幸跟风上当的情况。只要参加者持续增加，传销的开始者即使毫无自有资金，也可以获得巨大的利益。这样，通过投机带来投机的形式，泡沫就膨胀了。

第二种情况，是预期会出现如金矿发现等能够对经济活动产生重大影响的事件时的情况。在这种情况下，股价与地价将会预先反映这种影响而上涨。但是，如果预期过大，那么价格就有可能包含有泡沫成分。

上述说明，充其量不过是对过去发生的泡沫现象，附加一定的理由而已，根本还谈不上完全探明了泡沫的发生机制。

虽然很遗憾，但是我们不得不承认，现有的经济理论确实还无法对泡沫的发生与崩溃做出令人满意的说明。我们现在所知道的，也就是这样的程度，即“尽管在过去投机已经多次失败，但是泡沫现象却接二连三地反复出现。泡沫到一定的时候，总是要崩溃的”。

泡沫存在的验证

现实的资产价格中到底是否包含有泡沫的成分，我们应该如何来验证泡沫的存在呢？

最直接的方法是计算实体经济价格，将它与现实价格进行比较。但是，正如我们在前面已经叙述的那样，计算实体经济价格是非常困难的。布赖恩查德（Blanchard，O.J.）与费歇尔（Fisher，S.）在其所著的教科书中，认为“实体经济价格的计算是不可能的”①。这种说法也许有些过分。他们所考虑的恐怕是指股价与汇率，股价与汇率的实体经济价格也许真的不可能计算。但是，我们不能因此而断言，根据地租与租金等数据，就一定不能计算出土地的实体经济价格。当然，我们也不否认，计算中确实还存在着各种各样的困难。

因此，我们在考虑验证泡沫存在的方法时，必须尽量避免这些困难。席勒（Shiller，R.）在其1981年发表的论文中，提出了一种验证方法（“过度变动验证”）②，其基本思路如下。

假定，p_t 是“时点 t 的实体经济价格”，p_t' 是“时点 t 的事后的实体经济价格”。两者的差别，来源于所用信息的不同。前者是仅仅根据时点 t 时已知的信息计算出来的数值，而后者则是假定 t 时点以后发生的变化在时点 t 也已经全部知晓的情况下计算出来的数值。

例如，某个公司，从1986年开始增加分红。但是，这个信息直到1985年末之前并不为大家所知。于是，20世纪80年代前期为止的 p_t，是分红还如从前的水平时决定的。但是，在 p_t' 中，则是假定在1986年之前就已经预先知道分红要提高的情况下决定

---

① Blanchard, O.J., and Fisher, S., Lectures on Macroeconomics, The MIT Press, 1989.

② Shiller, R., "Do Stock Price Move Too Much to be Justified by Subsequent Movements in Dividends?" American Economic Review, Vol.71, No.3 (June, 1981).

的。因为这个原因，后者的股价将高于前者。也就是说，由于在 p_t' 中反应了当时实际尚不知晓的因素的影响，所以比 p_t 变动更大。

因此，假定现实的资产价格中不包含泡沫成分，也就是说，“假定现实的价格就是实体经济价格 p_t，那么现实价格的变动幅度应该是比事后的价格 p_t' 更小。因为能够根据过去的价格计算 p_t'，所以，我们可以通过将其变动与现实价格变动进行比较，来验证上述假说是否正确。

席勒（Shiller，R.）利用 1971 年以来的股价数据，进行了这样的计算。得出的结果是现实的价格变动比事后实体价格的变动要大得多。这表明现实的资产价格不是实体经济价格，换句话说，也就是包含有泡沫。

当然，这种验证方法，也还存在原有的实体经济价格公式是否合适等各种问题。对此，人们还在进行各种各样的深入探讨。

在第 4 章中，我们将根据上述理论，对 20 世纪 80 年代后期日本的股价与地价，进行实证分析。

第3章
历史上的泡沫事件

泡沫绝不是一种新的经济现象。早在16世纪，在商品交换与货币经济发达的欧洲商业城市中，就已经发生过几次泡沫投机事件。在近代，泡沫投机事件再次出现。查尔斯·麦凯（Charles Mackay）在《异常的流行妄想与群众的狂乱》（*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*）中、阿伦（フレデリックL.アレン）在《只是昨天》（《オンリー・イエスタディ一》）中以及加尔布雷思（J.K.ガルブレス）的著作和布尔格茨（Joseph Bulgatz）新出版的著作中，都对这些事件作为有趣的"神话"，作了精彩的描述[①]。在本章中，我们将参照这些文献来回顾泡沫的历史。

---

① Charles Mackay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (Reproduction), New York, The Noonday Press, 1932. フレデリックL.アレン、藤久ミネ訳《オンリー・イエスタディー——1920年代アメリカ》研究社, 1975年. J.K.ガルブレス、都留重人訳《マネー》TBSブリタニカ, 1976年. J.K.ガルブレス、都留重人監訳《不確実性の時代》TBSブリタニカ, 1978年. J.K.ガルブレス、牧野昇訳《新訳：大恐慌》徳間書店, 1988年. J.K.ガルブレス、鈴木哲太郎訳《バブルの物語》ダイヤモンド社, 1991年. Joseph Bulgatz, Ponzi Schemes, Invaders from Mars, and More Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds, New York, Harmony Books, 1992.

本章介绍的泡沫投机事件，主要包括 1634—1637 年的荷兰郁金香事件、1720 年左右的法国劳氏体系崩溃事件和英国南海泡沫事件以及 1920 年发生在美国的著名泡沫投机事件（出处详见本章的脚注）。

第一节　荷兰郁金香事件

投机热的扩散

令人费解的是，历史上记载的最早的大规模泡沫事件，其投机对象不是通常的资产，而是郁金香这样的植物。当时，在阿姆斯特丹已经存在世界上最早的现代证券交易所，明代的瓷器、土耳其的地毯、甚至绘画等似乎更适合作为投机对象的物品交易也已经非常活跃。还有，对于荷兰这样的国土狭小的国家来说，即使把土地作为投机的对象，也绝不会感到奇怪。“为什么是郁金香呢?”麦凯的回答是因为郁金香栽培很困难。但是，我以为这种回答没有说服力。

郁金香从土耳其传到西欧，是 16 世纪前期的事情。这种花很快在欧洲获得了很高的评价。1593 年，法国植物学家克鲁西斯（クルシウス）在莱顿大学培育出了美丽的变种花。此后，郁金香的变种培育便在荷兰流行开来。珍稀变种的郁金香球茎，价格异

常上涨，从而成为投机的对象（因为郁金香花很快就会枯萎、很难成为投机对象，所以交易一般都以可以保存的商品球茎来进行）。不仅在阿姆斯特丹的证券交易所内，在鹿特丹、莱顿等城市中也开设了常设市场。

随着价格的上涨，与郁金香栽培直接无关的人也开始参与投机。许多人因此而暴富，这成为投机参与者的正当理由，促使他们进一步买进。于是，价格更加无限制地持续上涨。现货交易的习惯被放弃，期货交易被引了进来，球茎实际不进行货物交割之前不需要实际支付货款，这进一步加剧了投机。

到17世纪30年代中期，郁金香价格涨到了骇人听闻的水平。1636年，即使一个不是最上等的郁金香球茎，也可以与“一辆新马车、两匹菊花青的骏马以及一套马具”相交换。麦凯对当时人们的狂热状况，这样描写：

谁都相信，郁金香热将永远持续下去，世界各地的有钱人都会向荷兰发出订单，无论什么样的价格都会有人付账。欧洲的财富正在向须德海岸集中，在受到如此恩惠的荷兰，贫困将会一去不复返。无论是贵族、市民、农民，还是匠人、船夫、随从、伙计，甚至是打扫烟囱的、旧衣服店里的阿姨们，都加入了郁金香的投机。无论处在哪个阶层，人们都将财产变换为现金，投资于这种花。……在没有交易所的小镇，大一点的酒吧就是进行郁金香交易的“拍卖场”。酒吧既提供晚餐，同时也替客人确认交易。这样的晚餐会，有时会有二三百人出席。为了增加顾客的满足感，餐桌或者餐具柜上往往整齐地摆放着大花瓶，大花瓶里插满了盛开的

郁金香。①

正如上一章所述，为了对“泡沫”下定义，必须知道资产的实体经济价格。对于像郁金香这样具有个人评价差异的东西来说，能否（在概念上）规定其客观的实体经济价格，是有疑问的。也就是说，即使说价格已经异常上涨，也很难判断这到底是由于泡沫引起的，还是由于人们偏好的变化引起的。但是，就当时的荷兰而言，从对郁金香栽培毫无兴趣的人也为了倒手而参与球茎交易、价格在短时期内急剧上升等情况看，毫无疑问已经发生了泡沫。这就是被称为“郁金香狂热（Tulipomania 或者 Tulipmania，荷兰语 Tulpenwoede）”的历史上最早的大规模泡沫投机事件。

崩　溃

郁金香狂热的终结，终于在 1637 年 2 月 4 日不期而至。卖方的大量抛售，使得市场陷于恐慌状态，价格暴跌。许多从前通过借款购入郁金香的人，一夜之间变成身无分文，或者无奈破产。不仅是城市陷入了大混乱，而且一直发展成为整个国家的经济危机。

尽管泡沫崩溃的日期记录得非常清晰，但是谁也说不清到底投机泡沫是怎样崩溃的。泡沫崩溃的理由，至今仍然是个谜。人

---

① Mackay, Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds (Reproduction), New York, The Noonday Press, 1932.第 94 页.

们清楚地记得，2 月 1 日为止还在顺利进行的交易，突然间就这样崩溃了。也许除了说与实体经济相分离的泡沫膨胀到顶点后自发崩溃之外，我们也找不到别的更好的说明。

正如本节的一开始我们就已经论述的那样，郁金香这种植物成为投机对象本身，就是一件不可思议的事。因此，也许人们会这样认为，极为认真而又诚实的荷兰人，一旦自己醒过神来的时候，投机泡沫自然也就崩溃了。如果是这样，我们就可以认为，这个事件应该是历史上极为特殊的偶发事件，此后不可能会再度发生，至少在荷兰不可能再度发生。

但是，使人震惊的是，现实并非如此。

洋水仙狂热

郁金香狂热事件一百年后，还是在荷兰，又出现了洋水仙（hyacinth-mania）投机。

洋水仙是欧洲大陆自古就有的花，在荷马史诗中就有过记载。18 世纪初，洋水仙成了最受荷兰人喜爱的花。从 1720 年左右开始，洋水仙的价格迅速上涨。鉴于对 100 年前的事件仍然记忆犹新，荷兰有人随即发表了各种各样的警示性文章。尽管如此，还是没有压住投机狂热的进一步升温。

在这种情况下，洋水仙投机者迅速扩展到非专业栽培者。投机性更强的期货交易也被迅速采用。投机参与者，不再需要实际验看和拥有球茎，仅仅通过书面合同交易，就可以获得倒卖收益。交易价格开始游离于实体经济，先行独步上涨。这样的机制，与郁金香事件时完全相同。到 1939 年，洋水仙价格开始暴

跌，降至1934年价格的1/10，甚至1/20。

正如布尔格茨指出的，尽管荷兰人对郁金香狂热记忆犹新，但是同样的事件还是发生了，这才是问题所在。事后回头看时可笑之极的投机，为什么会再次发生，而且如后所述，这样的反复一直延续至今呢？其实正是在这里，蕴藏着泡沫的本质。

第二节　劳氏体系及其崩溃

劳氏银行券

18世纪初，差不多是在同时，英国与法国都发生了泡沫事件。法国的泡沫事件，是由一位称为约翰·劳（ジョン・ロー）的苏格兰金融天才引起的。

1705年，劳发表了著作《货币以及商业考察》，认为货币不足是苏格兰经济困境的主要原因，提议以土地作为担保发行货币。但是，这个提案在苏格兰并没有被采纳。所以，为了谋求新的活动空间，他移民到了法国。当时的法国处在路易十四死后奥尔良公爵摄政的时代，经历着自上一世纪以来的长期萧条，正在为货币不足与物价回落以及国家债务的膨胀而苦恼。这正是实现劳的构想最好不过的环境。

他连续发表了几篇论文与备忘录，极力向法国财政当局推销其发行银行券的有效性。功夫不负有心人，1716 年他终于获得授权可以设立发行银行券的个人银行。由于此银行券可以与硬通货进行交换，所以极具信用，被广泛流通。billets d'é tat 国债只能按 78% 的折扣与硬通货兑换，而劳氏银行券等额兑换后还可获得 15% 的收益。

劳氏银行券的发行，搞活了经济，劳的想法获得了成功。1718 年劳的个人银行被认可改组为皇家银行。

密西西比计划

为了消除累积的国家债务，劳提出了更为大胆的想法，就是把银行、贸易公司与国家财政统合在一起的体系，这就是所谓的“密西西比计划”（The Mississippi Scheme）或者“劳氏体系”（Law's System）。

劳氏体系的运行机制如下，一方面特权贸易公司接收皇家银行发行的银行券，把它借给国家、政府用它来偿还债务和支付日常开支。另一方面特权贸易公司通过发行股票，回收流出的银行券。

因此而设立的公司就是密西西比公司（后来改称印德兹公司）。这个公司，首先取得了发掘据说是埋藏在路易斯安那的金矿的权利。1719 年初，又获得了东印度群岛、中国等的贸易垄断权。其后，还获得了烟草专卖、货币铸造的权利、以至代征税的权利。

1719 年，公司股票在证券交易所公开上市，立即引来集中性

投机，股价以惊人的速度飞涨。几千里布〔里布（livre）是法国古代的货币单位。——译者〕的投资，几周或者几个月后，就达到了数百万里布。根据麦凯提供的资料，贵族中只剩2人未参与此股票买卖（据布尔格茨的资料，这项法国的投机热潮，还吸引了荷兰的投资家。甚至有这样的说法，认为不具备购买密西西比公司股票的资本实力的投资家，作为替代物才进行了前面所述的洋水仙投机）。

股票销售获得的巨额资金，不是用于路易斯安那的金矿开发，而是用于对政府的借贷。也就是说，皇家银行发行的银行券被用于对政府的借贷，政府为了还债，将它们转给一般居民。取得银行券的居民，用它去购买密西西比公司的股票，其销售额再被用于政府支出和支付给债权者，获得银行券的债权者利用取得的银行券，购买更多的股票。正是由于这样的信用循环过程，泡沫才会不断膨胀。

劳氏体系的崩溃

作为密西西比公司基础的路易斯安那的金子并没有被挖掘出来，劳氏体系终究难逃崩溃的命运。根据麦凯的记述，崩溃的过程是这样的。

1720年初，孔狄王子把银行券送到皇家银行，请求兑换为硬通货。据说数额相当大，因为要运走这些金币，整整装了三辆载重马车。以此为开端，几个具有远见的人也陆续把银行券换成了硬通货，并运往英国和荷兰。这样，泡沫就开始崩溃了。

为了恢复信赖，密西西比公司从贫民窟征用流浪者，在巴黎

街头故意上演了要去路易斯安那采金的游行闹剧。但是，非常不幸得很，大部分流浪者中途逃回贫民窟的过程被人发现。没有采回金子的新闻迅速传播开来，密西西比公司的投资者和皇家银行券的拥有者开始产生恐慌。巴黎皇家银行中，要求兑换硬通货的人迅速聚集，这年的7月，由于挤兑的人过多，几乎达到了要挤死人的程度。

据说正是劳氏体系的失败，在法国直到19世纪，都存在对银行制度的不信任感。

第三节　南海泡沫事件

对南海公司的投机热

同时，在英国发生了“南海泡沫事件”。“泡沫”一词据说正是源于这一事件。1711年创立于英国的“南海公司（The South-Sea Company）”，于1720年提出新提案，公司可以帮助政府解决因为西班牙战争而出现的财政困难，接受几乎所有的国债，但是，作为交换条件，公司希望获得与西班牙殖民地的贸易特权、奴隶交易的垄断权等各种权利。因为实际获得了这些权利，所以人们纷纷预期南海公司应该可以获得巨额利润。

在议会表决中，南海公司击败了东印度公司、英格兰银行等

强有力的竞争对手，被认可可以接受几乎所有的国债，这更加剧了人们对南海公司的投机热度。南海公司的股价开始急剧上涨。1720 年 1 月才 128 点的股价，3 月到 330 点，5 月到 550 点，6 月到 890 点，夏天直升到了 1000 点。许多人因此而突然暴富，从而促使更多的人参与投机。加尔布雷思引用布莱恩的文章，对此狂热状态进行了这样的描述：

> 政治家忘记了政治，律师忘记了法庭，商人忘记了交易，医生忘记了病人，店老板忘记了自己的商店，说教者忘记了自己的讲台，即使是最计较的妇人，也忘记了自豪感与虚荣心。①

热衷于投机的，不仅是无知的一般大众，据翁邦雄氏所言，就是伟大的物理学家艾萨克·牛顿，也购买了南海公司的股票，并遭受了巨大的损失。②

泡沫的发生

受到南海公司投资热的刺激，各种各样形形色色的怪公司，像“泡沫”一样的出现。根据麦凯的论述，其中包括了这样的公司。

---

① 根据ガルブレス《新訳：大恐慌》138 頁引用。原出于 Viscount Erleigh，The South Sea Bubble，第 11 页。

② 翁邦雄：《期待と投機の経済分析》東洋経済新報社，1985 年。

既有永动车轮开发公司、英国养马促进公司这样的公司，也有教会所属耕地改良、牧师会馆维修与改建公司、利用锯末制造交易机械的公司、重振格林兰捕鲸事业的公司、马保险公司等，还有庭园改良公司、孩童运气提升公司、仆人造成损失的保险公司、从铅中提炼银的公司、将水银变成具有良好伸展性能的金属的公司等等。最极端地反映了那个时代的狂热的是这样的公司，即“虽然谁也不知道它是干什么的，但却是为了获得巨大利益而存在的公司”。

正如第 2 章已经叙述的，在经济学中，现在是把脱离了经济实体的资产价格上涨，称为“泡沫”。但是，“泡沫”一词，本来是用来指上述这些泡沫公司的。

泡沫禁止法与投机的崩溃

投机热崩溃的导火索，不是来自别人，正是南海公司自己。南海公司以“泡沫公司未经政府许可公开发行股票，给南海公司造成了损失”为理由，将这些公司告上了法庭，促使政府制定了《泡沫公司禁止法（The Bubble Act）》。制定本法律的目的，与其说是为了保护愚昧无知的投机者，倒不如说是为了确保南海公司的投机垄断地位。

1720 年 6 月最初的法律制定后，8 月开始明确列举泡沫公司的名称，命其解散，于是股价开始暴跌。具有讽刺意味的是，南海公司自己也因此引火烧身。南海公司的股价也从 9 月的 175 镑，暴跌到 12 月的 124 镑，最终虽然略有回升，稳定在 140 镑，但这已经仅仅是最高价的 1/7。

这就是所谓的“南海泡沫事件”。由于许多地主和商人因此而丧失了资产，这一事件也成为当时的一大政治事件。因此，在其后的一个多世纪中英国规定禁止设立股份公司。可见，这一事件对英国经济的发展产生了多么重大的影响。

第四节　20 世纪 20 年代的美国

佛罗里达的土地热

泡沫的故事，一直延续到近代。在这一节中，我们将去看一看 20 世纪 20 年代的美国。这个时代的美国，经历了空前的繁荣。在实体经济增长的同时，也出现了数次投机热。最早的是 20 年代中期佛罗里达的土地热。

与纽约、芝加哥等北部城市相比，佛罗里达气候温暖宜人、交通便利，人们的收入也相对富裕，是一个极具魅力的地区。人们的休假需求会随着收入水平的提高而增大，而佛罗里达几乎满足了作为休假胜地的所有条件。当时，正是大众汽车开始普及的时代，美国人的移动可能性突然间迅速提高。就驾车从人口稠密的东北部可以到达的地区而言，与气候、收入等基本相当的南加利福尼亚相比，佛罗里达显然处于相对有利的位置。正如加尔布雷思在《大恐慌》中所描述的那样，人们都会这样考虑，“利用休

假来享受日光浴的人们一定会挤满这个半岛。如果人们真的这样涌来的话，那么这里的海岸、沼泽、泥潭、随处可见的灌木丛，所有的一切都一定会极具价值。”①

就此而言，佛罗里达的“不动产热”起初多少还有一点合理理由，但是，很快转变成了“投机”。对于处于“狂热”之中的佛罗里达，阿伦是这样描写到：

> 2000 家以上的不动产事务所，超过 25000 的不动产业者在从事交易。……为了防止严重的交通堵塞，只好规定不得在半路上进行土地买卖、甚至不得在半路上翻看地图。……陷于交通堵塞而不能动弹的某位旅行者，在等候的小车队列中数到了 18 个州的牌照。所有宾馆与饭店都是超满员。无论是候车室、汽车内、只要是能够躺下来休息的地方，到处可以见到熟睡的人们。②

土地投机及其崩溃

就现实存在度假休闲的期望需求而言，佛罗里达土地投机的产生并不是毫无来由。20 世纪 80 年代日本的度假村开发热也是如此。80 年代日本大城市的地价上升，也同样存在现实的需求预期。我们不能否认“经济向东京圈中心的集中，将使得东京的办

---

① ガルブレス《新訳：大恐慌》，第 36～37 頁。

② アレン、藤久ミネ訳《オンリー・イエスタディー——1920 年代アメリカ》研究社，1975 年，第 308～309 頁。

公用地严重不足”这样的预测，显示出度假村开发热对东京圈地价上涨的作用。

但是，一旦地价开始上涨，人们的思考就会逐渐脱离土地的本来价值。人们会仅仅因为价格上涨的理由，而进行与实体经济相脱离的投机交易。郁金香狂热事件是如此，其他的任何泡沫事件也都是如此。人们会忘记实体经济，而仅仅关注价格上涨本身。正如下面引述的加尔布雷思的文章中所描述的那样，在佛罗里达也产生了这样的情况。在投机非常狂热的 1924—1925 年间，地价可以在几周内翻倍。

> 虽然资产的价值让人怀疑，但是资产的价格与日俱增，只要等待两周时间就可以获得巨大的资本收益。在这种投机环境下，人们开始不再关心为什么会增值的问题，而仅仅关注价值上升这个简单的事实。只要期望获得出售利益而购买的人数的增加速度，足以保证地价可以相当的速度上升，人们就没有追问增值原因的必要。
>
> 在 1925 年，希望通过不劳而获而暴富的欲望，驱使大量的人们涌向佛罗里达，其数量足够支持地价的上涨。每一周，都有大量的土地被分割转让。开始时，距离海岸 5 英里以内的土地，才被作为海边土地出售，后来是 10 英里、15 英里，离海岸线越来越远。被称为郊外的土地，离城市的距离超出了人们的想像[①]。

---

① ガルブレス《新訳：大恐慌》，第 37～38 頁。

在这里活动的有名不动产经营者中，有名叫查尔斯·庞齐（チャールズ・ポンジィ）的。现在，将传销之类的活动，称为“庞齐计划”或者“庞齐游戏”，就是取自他的名字。这样一个曾经因为商业欺诈和盗窃等被判有罪的人，也在佛罗里达，开始了以投资家为对手的湿地买卖不动产业。加尔布雷思和阿伦对他的商业骗术分别进行了这样的描述。

> 波士顿出身的企业家查尔斯·庞齐，将投机的对象向北延伸，开发了称为“杰克逊威尔近郊”的分割出让土地。然而，实际上它位于远离城西约650英里的地方。①
>
> 虽然被宣传是“曼哈顿分割转让土地，离迅速增长的繁华城市纳蒂市仅3/4英里”，但是实际上被称为纳蒂这样的城市并不存在。纳蒂只是为了开采松节油曾经使用过，而现在已经放弃不用的露营地的名称。②

尽管实际情况如此，但是分割转让地的价格还是在显著上升。以迈阿密为中心的40英里以内的核心城区，一个街区的价格达到了8000～20000美元。被称为海边的地区是15000～25000美元，真正的海岸地区达到了20000～75000美元。

1926年，泡沫开始崩溃，人们几乎是同时放弃了投机。直接原因是1926年秋天先后有两次飓风袭击了迈阿密，给开发地区造

---

① ガルブレス《新訳：大恐慌》，第38頁。

② アレン，藤久ミネ訳《オンリー・イエスタディー——1920年代アメリカ》研究社，1975年，第314頁。

成了严重的破坏。但是，实际上，应该是由于价格与实体经济脱离过远引发了泡沫的自我崩溃。

空前的股票热

佛罗里达土地热崩溃之后，人们的关心离开了不动产。但是，投机热并没有消失。大家的投机焦点从佛罗里达的沼泽地移到了纽约的华尔街，开始了股票市场的“强劲牛市”。

股价从 1924 年开始上涨，1927 年 8 月中央银行贷款利率的下调更促进了投机热。此次利率下调，是为了维护处在萧条之中的欧洲各国的货币稳定，防止资金继续向美国集中而采取的措施。这一点，与 1986 年开始的日本金融放松极为相似。

从 1928 年春开始，股价开始了飞速的上涨。阿伦这样描绘到：“医生发觉与患者除了市场之外没有别的可说的，剃头匠一边摆弄着热气腾腾的毛巾一边絮叨着股票的走势。当主妇们问到为什么没有将工资全额拿回家时，丈夫会理直气壮地回答说，今天早上刚刚买了股票。”①

此后，股价倒也不是一路狂升，中间也曾出现过几次暴跌，但是每次都很快恢复了牛市。连续的牛市，终于使得全体国民都到了狂热的程度。

在晚餐的餐桌旁，人们会突然听到谁发了大财这样的天

---

① アレン，藤久ミネ訳《オンリー・イエスタディー——1920 年代アメリカ》研究社，1975 年，第 339 頁。

方夜谭。某个年轻的银行家，将他仅有的不多资本，一分不留地购买了纳伊斯·彼德蒙特·庞德（ナイエウズ・ピーードモンド・ポンド）的股票，现在获得了一生也享用不尽的回报。某一位寡妇利用赚到的钱在肯内考特买了别墅。就像将Sea Boat Airline（佛罗里达沿岸行驶的铁道公司）当作航空公司而购买它的股票一样。许多人对于托付自己命运的公司毫不知情，他们参与投机，只是想赚钱。即使是不同于一般常人的知识分子，也出现在股票市场上。①

投资者在1929年累计超过了2000万人，实际人数达到了5000万人。道琼斯平均股价由1921年8月的67美元增长到了1929年9月的平均362美元，增长了5.4倍。

走向崩溃

股价在1929年9月3日达到了创纪录的最高点。但是，“认为这一天的股价已经达到最高点的人，几乎不存在。……大多数的人都期望强劲的牛市还将不断持续下去”。② 不仅仅是无知的公众和令人讨厌的预测公司，即使是耶鲁大学著名的经济学家费歇尔（アーヴィング・フィッシャー）也公开这样断言。在10月17日的报纸上，他预言“股价已经达到了可以看得见永久高值的

---

① アレン、藤久ミネ訳《オンリー・イエスタディー——1920年代アメリカ》研究社，1975年，第359頁。

② 同上。

水平，在几个月之内必将到达比现在高得多的水平”。此外，同样具有权威性的哈佛大学经济学会，即使到了10月26日，还作出这样的判断，认为“股价的波动仅仅是一个中间过程而已”。

10月24日“黑色星期四”与次周29日“黑色星期二”，暴跌终于到来了。下面引用的阿伦的文章，对股票市场崩溃的样子作了活灵活现的描述：

> 股价下跌了。在交易开始的最初1小时快要结束的时候，前所未有的狂跌已经成为定局。全国各代理营业所内，原本紧盯着显示牌的人们开始以惊讶与困惑的目光相对而视。……在股价机制崩溃的同时，突然开始了想要逃生的恐怖逃窜。……交易场上趾高气扬的声音变成了恐怖的呻吟声。
>
> 在普通的情况下，已经习惯的磁带报价声，即使交易所将尾数之外的数字省略，也只需瞄一眼显示屏就可。……但是，在这一天，人们已经无法确信收音机报的“6”，到底是代表66还是56，或许是46。听说表示机器比实际有一个半小时的滞后。他所看到的信息是过去的记录。这一瞬间，在交易所中实际又到底发生了什么呢？[①]。

即使是在这种情况下，也不存在可以令人信服的有关大暴跌原因的说明。除了“泡沫暴涨使得股价与实体经济之间的差距实

---

① アレン、藤久ミネ訳《オンリー・イエスタディー——1920年代アメリカ》研究社，1975年，第372~374頁。

在已经太大”之外，没有任何别的解释。而这等于什么也没有说。我们最想知道的是，大暴跌为什么不是在7月或者是在12月，而偏偏在10月里发生。对此，历史保持了沉默。

原本，即使有什么说明，也不能认为是已经探明了泡沫崩溃的机制。实际上，说南海泡沫事件是因为泡沫禁止法、劳氏体系是由于皇太子提取硬通货而崩溃的，或者说导致佛罗里达土地热终结的是飓风，恐怕都只是记述了引起泡沫崩溃的偶发事件之一而已。同样的偶发事件一定还有许多，只是没有被历史记录下来罢了。

《纽约时报》25种主要工业股票的平均价格，从9月3日的最高值469.49美元，暴跌到11月13日的220.95美元。

这就是其后使得世界经济陷入大混乱，甚至是成为第二次世界大战的历史原因的大恐慌的开始。道琼斯30种工业股票的平均，从1929年9月的平均362美元，继续下降到1932年7月的47美元，只相当于原来的1／8。银行破产件数超过了9000件，真实GNP（国民生产总值）与工业产值都在4年内缩小了一半，失业率达到了25%。

第五节　可以向历史学习什么

为什么泡沫会反复出现

回顾这些历史，给人留下最深刻印象的是“同样的事情不断

反复出现”的事实。实际上，泡沫的历史，并没有在20世纪20年代终结。20世纪80年代日本所发生的，也许会成为未来的经济史学家所引用的“典型泡沫事例”。这时发生的一切与历史上的事件是何等的相似。

NTT股票的变动情况，与劳氏的密西西比公司与英国的南海公司投机事件，惊人地相似。密西西比公司与南海公司都是肩负着国家财政重建任务的特权公司，都可以预见到其未来的巨大收益。NTT公司，其股价出让收益也成了财政重建的重要财源，也是预期将会获得巨大发展的电气通讯领域的特权公司。而且，无论哪个公司，都是开始时在人们的狂热争购下股价暴涨而后崩溃的。

此外，20世纪80年代日本的度假村开发热，开始是由人们对度假村的梦想而引起的，终于使得地价与实体经济产生分离，这一点可以说是20世纪20年代美国佛罗里达土地热的翻版。

历史上出现的泡沫故事，事后回头看时，每一件都非常可笑。尽管如此，为什么同样的事情反复出现呢？难道人类已经愚蠢到不能从历史中吸取任何教训了吗？

牛顿为什么参与了投机

要回答这个问题，我们可以从牛顿也参与了南海公司投机的名人趣事中得到许多启示。正是那个发明了微积分、将宇宙的法规仅仅用一个“运动方程式”完全表现出来的伟大的牛顿，正是那个担当过造币局长，构筑了其后延续两个世纪多的英镑标准纯银货币基础的牛顿，就是这样伟大的牛顿，也参与了那令人疑惑的南海公司投机。

那么，牛顿到底是不是认为南海公司真可以获得巨大利益而投资的呢？好像并不是如此。事实上，在暴跌之前他曾经一度从南海公司的投资中收手。但是，由于大众的投机热毫无降温的迹象，他又再次卷入投资。也许牛顿知道南海公司的股价已经因为泡沫而暴涨的事实。但是，只要投机热还在持续，投资就会产生利益。这正是我们在第 2 章中所叙述的“合理泡沫”与凯恩斯的“美女投票论”所反映的现象。在这里重要的不是“南海公司的实际状况到底如何”，而是“南海公司股票的价格将会怎样”。至少在短期内是如此。

翁邦雄引用与牛顿同时代的银行家马丁（マーティン）的话，“在其他所有的人都狂热的时候，人们有必要效仿之”，并指出这与凯恩斯的“美女投票论”完全相同[①]。我认为完全正确。牛顿和马丁都是在早于凯恩斯 200 年以前，就遵从“美女投票论”进行了投资实践。

如果说泡沫的本质就在这里，那么我们不得不认为今后泡沫还会反复出现。如果说我们可以从泡沫的历史中学到什么，也许就是“向历史学习非常困难”这样可悲的结论。至少我认为，个人的行为不会因为向历史学习而有所变化。历史的教训，必须在经济政策与社会制度的设计等方面得到活用。

类推的陷阱

在历史学习中存在着这样一个陷阱，这就是简单化地将历史

---

① 翁邦雄：《期待と投機の経済分析》，東洋経済新報社，1985 年。

事件作为类推材料来使用。特别是，因为大恐慌的记忆实在是太强烈了，所以“大恐慌将再度来临”这样的预言，在什么时代都能够引起人们的关注。“最近的经济状况，与20世纪30年代大恐慌到来之前酷似”，这样的经济判断，无论在什么样的条件下，都比较容易使人信服。在经济景气的时候，我们可以用这样的理由，即“这样的好时代绝不可能一直持续下去”。在经济萧条的时候，我们又可以用这样的理由，即“现在只不过是大恐慌的前奏而已”。

原本新闻舆论界就存在爱传播极端事情的偏好。就经济方面来说，比起平稳的变化来，他们更愿意关注剧烈的变化。对于预测将向正面方向变化的人，他们需要你提出相应的可以让人信服的理由。而对于进行大灾祸预测的人，他们往往可以不问理由。因为人们对大灾祸的恐怖感，就已经足以吸引人们的眼球。

事实上，在日本也出现了“世界恐慌再临论”。1986年秋，几种杂志同时策划出版了“大恐慌是否会再度来临”的特辑。这时正是大型景气与泡沫暴涨开始的前夕。1987年10月，当“黑色星期一”来临的时候，也有人鼓吹“大恐慌再临论”、“1989年大危机论”等耸人听闻的论调。

即使在今天，同样的论调还在重复。例如“今天金融机构的状况与昭和时期极为相似”，“现在的景气衰退，在伴随着股价下跌这一点上与大恐慌时相同”，“1920年的美国与1980年的日本极为相似，都是世界最大的债权国，到处充满了乐观的气氛”等等。仅仅是得出“相似”的判断，还不会成为问题。但是，据此得出“因此将出现大恐慌”的预测，就让人难以信服了。这只能

说是向历史学习中存在至今的类推陷阱而已。

无论怎样认真地向历史学习，仅仅依靠历史知识要想正确认识现状是极为困难的。想要评价“现在所处的正确位置”，仅仅依靠历史的简单类推是绝对不够的。要完整地回答上述问题，恐怕除了对经济结构进行认真分析之外，别无他途。

第 4 章
泡沫的发生与膨胀

在本章中，我们讨论 20 世纪 80 年代后期，日本股价与地价异常上涨的原因。讨论的焦点在于，价格上涨到底是能够用实体经济的变化来说明呢，还是包含了泡沫的成分。如第 2 章所述，这是一个非常重要的问题，因为我们必须根据这个问题的不同结论采取不同的政策。

现在，大家都已经很自然地认为 20 世纪 80 年代后期的资产价格中含有泡沫的成分。但是，如果严密地考察“泡沫”的概念，这并不是一个不言自明的判断。因为资产价格除了受到泡沫的影响之外，也受到经济实体的结构变化、利率以及人们期望变化的影响。实际上，无论是地价还是股价，“不存在泡沫”的观点都曾经影响极大。

下面，我们首先整理股价与地价的变动趋势，分析影响资产价格变化的实体经济原因，然后分别阐述泡沫存在论与泡沫否定论的不同观点。从而得出我们的结论，即事后来看只能将 20 世纪 80 年代资产价格上涨的主要部分解释为泡沫。

第一节　急剧升高的股价与地价

股价的变动趋势

如第 1 章的图 1—1 所示，20 世纪 80 年代后期，日本的股价与地价都显著上涨。

从日经平均股价的变动来看，1983 年平均还只有 8800 日元，到 1986 年上涨到平均 16400 日元，几乎增长了一倍。1987 年 10 月进一步上涨到 26600 日元。

在美国，1987 年 10 月 19 日，出现了被称为“黑色星期一”的股价暴跌，纽约股市下跌了 22.6%。这是超过了 1929 年 10 月 29 日下跌率（12.8%）的大暴跌。如第 3 章所述，在日本，也有许多人认为这是“大萧条的再现”。但是，日本的股价其后反而进一步持续上涨。1988 年 4 月，超过了 1987 年 10 月的最高值，并且继续上涨到 1989 年的 38915 日元。与 1983 年相比，上涨了 4 倍多。

地价的变动趋势

地价也在 20 世纪 80 年代经历了异常的上涨。东京中心部

的地价从 1983 年左右开始上涨。根据都道府县地价调查，东京都中心三区（千代田区、中央区、港区）的地价上涨率，1983 年就已经达到 13.3%，1984 年是 24.5%，1985 年是 44.2%，不断升高。

在这一段时期里，东京都全体（或者城区部全体）的住宅用地地价还没有出现显著的上涨。从公示地价来看，如表 4—1 所示，从 1987 年开始地价迅速上涨波及到东京都全体。因为公示地价是 1987 年年初的数据，所以实际的地价上涨应该是开始于 1986 年，1987 年地价继续上涨。结果 1986 年与 1987 年的两年中，东京都的地价约上涨到了原来的 3 倍。1988 年以后，东京圈的地价基本稳定。

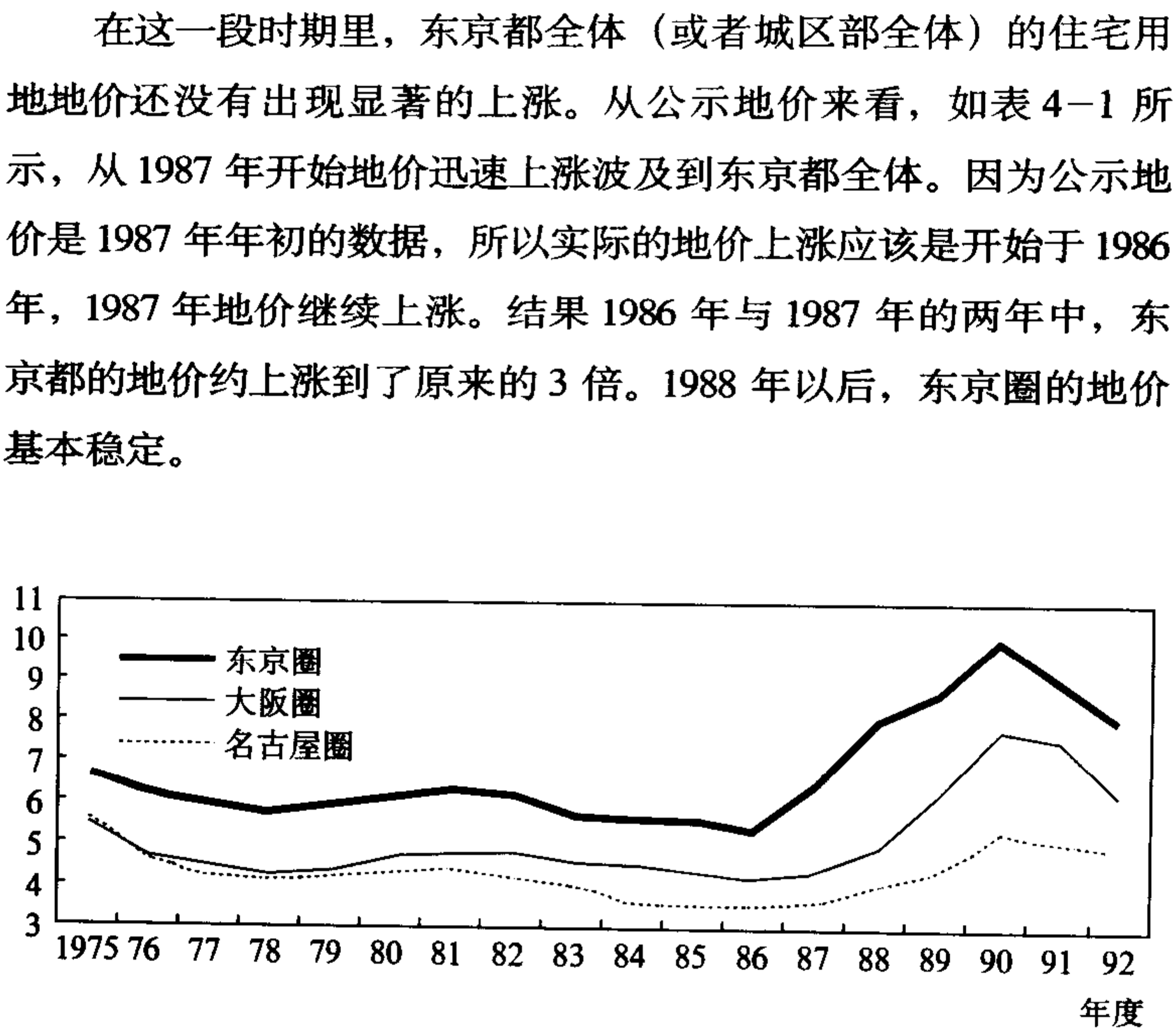


图 4—1　标准住宅价格与年收入的比值

注：1.对象是民间企业供给的室内使用面积 75 平方米的中高层住宅。

2.1992 年为上半年的数值（速报值）。

资料来源：都市開発協会《中高層住宅の価格と平均的勤労者の所得について》。

表 4—1　三大城市圈住宅用地公示地价的变动

（以 1983 年数据为 100 的指数）

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992（年）
东京圈	103.9	107.1	130.1	219.3	220.2	234.7	250.2	227.4
东京都	105.9	112.7	169.6	283.2	265.3	264.5	264.8	237.5
城　区	107.2	117.9	208.5	300.5	284.9	286.0	286.9	248.7
神奈川县	103.6	106.0	118.8	220.7	203.9	205.3	211.3	201.4
崎玉县	102.0	102.3	104.7	167.3	181.5	202.0	226.4	209.9
千叶县	102.6	103.4	109.8	179.3	210.3	261.6	312.6	263.5
大阪圈	106.7	109.5	113.2	134.3	178.2	278.1	296.2	228.4
大阪府	106.9	110.4	115.2	138.9	188.2	298.5	304.8	230.1
京都府	107.1	110.5	114.3	124.5	164.1	274.2	315.1	228.4
兵库县	106.0	107.1	109.7	140.1	182.6	269.3	292.2	232.0
奈良县	105.8	107.7	109.5	112.7	143.0	214.8	235.2	200.9
名古屋圈	104.0	105.5	107.2	115.0	133.9	160.9	191.1	181.2
爱知县	103.7	105.1	106.7	115.1	135.6	163.9	192.7	181.0
三重县	106.0	108.1	109.9	112.2	118.0	136.0	173.8	176.6

注：根据各年度年初数据计算。例如，1987 年的地价上涨，是指从 1987 年至 1988 年的指数上升。

资料来源：国土厅。

其后，地价上涨从东京圈扩展到其他地区。大阪圈的地价，在 1988 年与 1989 年显著上涨。名古屋圈的地价稍后也开始上涨，并进一步波及到一些旅游度假地区与地方主要城市。考虑到在地价上涨期间公示地价与都道府县地价调查的结果，都存在着对实际地价上涨的过小评价倾向。因此，20 世纪 80 年代后期的实际地价上涨，比我们从表 4—1 中所看到的还要激烈。

这是继处于日本列岛改造热潮中的 1972 年至 1973 年间之后的又一次地价快速上涨。虽然自高速增长期以来日本大城市的地

价一直呈上涨趋势，但是本次的上涨速度是异常的。

住宅价格的暴涨

地价上涨的直接影响，表现为住宅价格的暴涨。这是因为在日本的大城市中，土地购入费用占了住宅购入费用的大部分的缘故。

一般来说，劳动者仅靠工资收入能购入住宅的价格限度，从借款的偿还能力等考虑，是年收入的 5 倍左右。从表 4—1 和表 4—2 可以看到，20 世纪 80 年代中期之前，在东京圈，离开城市中心一定距离的住宅，勉强属于这个范围。而在大阪、名古屋圈，住宅价格与年收入的比率稳定在 4 倍多一点。

表 4—2　东京圈住宅价格收入比（根据距离圈划分）

年份	年收入	距离圈（km）							东京圈
	（千日元）	~10	10~20	20~30	30~40	40~50	50~60	60~	平均
1980	4,493	7.96	6.39	5.54	5.07	5.14	4.91	5.19	6.26
1981	4,795	7.95	6.73	5.68	5.36	4.52	4.88	4.50	6.32
1982	5,024	8.12	6.51	5.37	4.96	4.96	4.37	5.60	6.18
1983	5,261	7.20	6.61	5.37	4.99	4.60	—	—	5.84
1984	5,453	6.93	6.15	5.20	4.59	4.66	4.47	—	5.64
1985	5,655	6.95	5.78	5.12	5.28	4.54	4.67	—	5.62
1986	5,851	7.10	5.93	4.94	4.79	4.63	4.65	—	5.36
1987	6,069	10.89	7.93	5.86	5.40	4.91	4.60	—	6.48
1988	6,210	15.62	10.43	7.25	7.10	6.26	6.10	4.28	8.14
1989	6,523	16.95	10.38	8.27	7.53	6.86	6.90	5.07	8.73
1990	6,941	18.70	12.61	8.95	9.05	8.16	7.92	5.54	10.02
1991	7,351	16.05	11.19	8.64	8.17	7.09	6.65	5.08	8.99
1992	7,551	13.41	10.21	7.82	6.99	6.42	5.86	4.90	8.11

注：1.对象是民间企业供给的室内使用面积 75 平方米的中高层住宅。

2.1992 年为上半年的数据（速报值）。

资料来源：都市開発協会《中高層住宅の価格と平均的勤労者の所得について》。

但是，作为地价暴涨的结果，东京圈住宅价格与年收入的比率，于1990年超过了10倍。即使是在大阪圈，也超过了7倍。在东京圈的核心地区，更是达到了近20倍的水平，即使只有住宅价款的一半靠借款购入，如果按年利率为5%计算，需要支付的利息也要占到年收入的50%。因此，在首都圈，即使是集体住宅也成了一般劳动者可望而不可及的“奢侈品”①。

第二节　实体经济影响因素的变化

上述资产价格上涨的原因是什么呢？正如第2章所述，资产价格首先要根据实体经济因素（利率、收益等反映经济实体的因素）的变化而变化的。即使在20世纪80年代后期的日本，也无需怀疑存在促进资产价格上涨的实体经济因素的变化。

空前的金融放松

首先，20世纪80年代后期，是日本前所未有的金融放松期。在这一时期中，利率随着金融放松而大幅度降低。从中央

① 这里的对象是“标准住宅”，即室内利用面积75平方米的住宅。根据建设省第五次住宅建设五年计划（昭和61年至平成2年）提出的“城市居民的居住指导标准”，城市住宅的推荐室内利用面积是，5人家庭104平方米，3人家庭75平方米。

银行贷款利率的变动来看，1983 年 10 月以后一直是 5%，从 1986 年 1 月起连续几次下调，到 1987 年 2 月达到 2.5%的历史最低水平（如图 1—3 以及表 4—3）。这是为了应对 1985 年 9 月“广场协定”以来的日元急剧升值，开始放松国内金融管制的需要，也是为了满足美国提出的下调中央银行贷款利率的强烈要求（中央银行贷款利率此前就已经作过下调。作为应对第二次石油危机的金融紧缩对策，1980 年 3 月虽然曾经一度上调至 9%，但同年 8 月就开始进行下调。到 1983 年 10 月经过 5 次下调降至 5%）。

到了 1987 年，因为已经可以明显看出景气在恢复，所以日本银行开始诱导升高市场利率。9 月，因为美国的中央银行贷款利率上调，日本银行业准备也随之上调中央银行贷款利率。但是，因为在 10 月出现了前面已经提到的“黑色星期一”，金融紧缩政策不得不延后。直到 1989 年 5 月为止，中央银行贷款利率都被搁置在历史最低的水平上。

这是基于以下判断而采取的措施，即资本供给国日本的利率上调，将会引起向海外资本供给的减少，使以美国为首的资本进口国陷入困境。特别是在美国，很难说就不会再次发生“黑色星期一”那样的事件。实际上，日元在 1988 年继续升值，1988 年的秋天美元对日元的汇率降到了 1 美元兑换 120 日元以下的水平。正是这种偏向对外经济的考虑，推迟了金融紧缩政策，从而使得资产价格进一步暴涨。

表 4–3　20 世纪 80 年代后期以后中央银行贷款利率的变动趋势

修改年月日	水　平（%）
1986.1.30	4.50
3.1	4.00
4.21	3.50
11.1	3.00
87.2.23	2.50
89.5.31	3.25
10.11	3.75
12.25	4.25
90.3.20	5.25
8.30	6.00
91.7.1	5.50
11.14	5.00
12.30	4.50
92.4.1	3.75
7.27	3.25

资料来源：大蔵省《財政金融統計月報》。

中央银行贷款利率是一种短期利率，把它作为影响资产价格的利率因素也许并不是非常合适。所以，现在让我们来看一种长期利率，即全国银行贷款平均利率，1985 年为 6.56%，到 1988 年降低到了 5.04%。倒过来算，上涨了 1.3 倍。

收益的增加

促进资产价格上涨的另一个实体经济因素，是第 2 章公式（4）中作为分子的“收益”。无论是就地价、还是就股价而言，这个因素都发生了变化。

促进股价上涨的企业收益，在这期间大幅度上升。根据大藏

省的《法人企业统计》（《法人企業統計》），全产业的日常盈利，1987 年比上年增长 31.7%，1988 年又比上年增长 29.6%。其结果，1989 年的日常盈利，增长到了 1985 年的 1.87 倍。

就地价而言，值得关注的是由于信息化与金融国际化等方面的原因，出现的“向东京单中心集中”的现象。金融机构等相继集中于东京，东京圈的人口净迁入数，进入 20 世纪 80 年代后有了相当数量的增长。这些因素都会促进土地实体经济价格的上涨。

表 4–4　地价与租金的变动趋势

年　份	商业用地地价		实质租金		GDP
	东京	大阪	东京	大阪	
1980	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1981	109.3	108.5	105.5	101.4	105.9
1982	116.2	116.2	111.7	106.0	111.1
1983	122.6	121.0	116.3	114.3	115.9
1984	134.0	125.7	124.9	120.2	123.6
1985	150.6	132.0	128.1	123.3	131.1
1986	184.2	141.2	141.4	132.9	136.5
1987	324.5	159.8	180.4	142.3	143.2
1988	417.6	219.3	208.6	143.3	151.9
1989	413.9	297.4	231.0	152.0	161.7
1990	421.7	435.1	258.6	186.4	170.2

注：1.商业用地地价、实质租金、GDP 均是以 1980 年为 100 的指数。

2.商业用地地价是指公示地价。东京是指东京城区部分，而大阪是指大阪圈。数据均为年初值。因此，以东京的指数为例，1986 年里指数从 184.2 上升到了 324.5。

3.实质租金资料来源于建筑协会（ビルデング協会）。

表 4–4 所示的楼房租金的变化，可以证实这一点。20 世纪 80 年代中期之前，楼房租金基本上与 GDP 平行变动。然而，在 20 世纪 80 年代后期的东京，这种趋势发生了变化，一直在 6%左右

的楼房租金增长率，于 1986 年超过了 10%，1987 年进一步上升到了 27.6%，此后一直保持在两位数。这表明，由于国际金融业务与信息关联新经济活动向东京的集中，东京的土地实体经济价格也有所上涨。在这个意义上说，我们不能否定 20 世纪 80 年代后期东京的经济地位确实发生了结构性的变化。

此外，还可以考虑的因素是增长期望的提高。从第 2 章的公式（5）可知，如果增长期望的提高确实存在，那么资产价格的上涨可以认为是“预购了日本经济的未来增长”，以此为基础的股价与地价上涨，很难说一定就是泡沫。

尽管如此，但是我们不能否认问题的主要方面是“升值提高了人们对升值的期望，从而推动了资产价格的上涨”。因此，可以推知价格上涨的相当部分是泡沫。

第三节　有关地价与股价的泡沫论争

地价泡沫说

地价与股价上涨后，对于到底是不是泡沫，存在着不同的意见。

就地价而言，野口（野口 1987）首先指出存在泡沫。① 他利

---

① 野口悠紀雄：《バブルで膨らんで地価》《東洋経済・近代経済学シリーズ》1987 年 11 月 26 日。还可以参照野口悠紀雄《土地の経済学》，日本経済新聞社，1989 年。

用办公楼租金与楼房住宅租金的数据，直接计算了“收益还原地价”①。结果发现，1987 年时点的收益还原地价与现实地价之间相差甚远，东京的住宅用地与办公楼用地的现实地价，已经相当于实体经济模型预测的理论地价的约 2 倍。也就是说，1987 年时点现实地价的大约一半是泡沫。

此后，野口（野口，1990）在假定土地利用收益等于生产额的一定比例的条件下，建立了实体经济地价的推算模型②。移用 10 年间分县数据进行推算，得到了如表 4–5 所示的结果。几乎所有的估计系数都在统计学上有意义，整体上看实体经济地价获得了很好的解释。

表 4–5　地价方程式的估计结果

	系　数	标准差
单位面积平均的县内总产值	1.097	0.038
利率	–0.137	0.043
县内人口增长率	0.091	0.011
邻县人口密度	0.085	0.023
本州以外的虚拟变量	–0.061	0.013
第 2 产业比重	0.110	0.130

① 如上所述，现实的“地租”不能作为土地的收益，所以要根据办公楼和租赁用住宅楼的租金数据，间接地计算收益还原地价。具体地说，如果是购入土地建设租赁用建筑，我们就可以从其收支均衡条件出发，计算收益还原价格。只是，计算公式比起第 2 章的（4）式来要复杂得多。

此外，这种方法有必要对收益增长率和贴现率做出假定。对未来租金的预测，也是一个需要特别考虑的问题。从第 2 章的（5）式可知，增长率越高，则收益还原价格也越高。为了排除这种主观随意性，我们选择了泡沫相对较少的标准地区（東京都大手町），并根据此地区理论地价与现实地价相一致的原则选择参数，对其他地区的泡沫的“相对”大小进行了评价。

② 野口悠紀雄：《バブルの崩壊をめざして》《週刊東洋経済》1990 年 12 月 8 日。

续表

	系　数	标准差
第3产业比重	1.125	0.242
常数项	−2.159	0.103
决定系数	0.839	

注：1.被说明变量是：住宅用地地价（国民经济核算年报中的住宅用地价值/住宅用地面积：亿日元/平方公里）。说明变量有：单位面积平均的县内总产值（县内总产值/住宅用地面积：亿日元/平方公里），利率（东证上市10年期国债的平均利息率：%），县内人口增长率（年增长率：%），本州以外的虚拟变量（本州为0，本州以外为1），第2、3产业比重（县内总产值中所占的比重：%）。

2.人口增长率和虚拟变量之外，采用常用对数值。地价、总产值都是扣除了物价因素影响后的真实值。

3.根据1977年至1987年的分县数据估计。

4.转引自野口悠紀雄《バブルの崩壊をめざして》，《週刊東洋経済》1990年12月8日。

将由此模型算出的地价与现实的地价相比较，得到了以下的结论。第一，在首都圈以外的地区，在整个推算期内推算值与现实值基本一致。因此，就1987年时点来看，首都圈以外的地区，还不存在泡沫。第二，就首都圈而言，20世纪80年代中期之前，利用这个模型也能很好地说明现实的地价。也就是说，这一时期的地价基本处在长期均衡的水平上。第三，20世纪80年代后期首都圈的现实地价，开始偏高于推算值。两者之间的差额，即不能用实体经济因素说明的部分，可以推测为“泡沫”。1987年的东京，其差额相当于现实地价的54%。①

① 单位面积总生产的弹性值约为1是与理论不矛盾的．利率的弹性值虽是负数，但其绝对值显著小于1．县内人口增长率是未来土地利用收益增长率的代理变量，系数为正，且在统计学上有意义．第三产业比率和邻县人口密度的系数为正，而代表本州外的虚拟变量的系数为负，也是合理的结果．

需要说明的是，如果分县估计利率弹性值，那么东京为−0.93，基本符合理论值，而大阪为−0.43，略显得有些低．弹性值的绝对值都小于1，表明适当的贴现率的变动要小于市场利率的变动．

平成2年（1990年）《经济白皮书（経済白書）》（第三章）中，也进行了与此相类似的分析。通过比较三大城市圈商业用地与住宅用地的现实地价和根据实体经济价格模型计算的推算地价，得出了1986年至1987年间现实地价高于理论地价的结论。于是，《经济白皮书》认为，“三大城市圈最近几年的地价上涨，偏离了收益还原模型的理论地价变动趋势，……表明地价上涨中包含有泡沫的因素”。

西村（西村1990）的分析结论，也与此相同[①]。西村通过对全国城市地价指数的分析，得出了实体经济模型在1985年之前有效，进入20世纪80年代后期之后，与现实地价的差距不断扩大的结论。并且认为，这可以由合理泡沫、凯恩斯的美女投票理论、投资者的信息不完善以及货币错觉等来说明。

此外，建设经济研究所的常务理事长谷川德之辅（谷川德之輔），也在各种各样的评论中，指出现实的地价已经超出了从土地利用来看的合理水平。哈佛大学的马歇尔·费尔德斯坦（マーチン・フェルドスタイン）教授也表明了同样的见解。[②]

野口（野口1991），则根据前述楼房租金数据（表4—5）与利率的变动分析，进一步得出东京商业用地地价的相当大部分是泡沫，20世纪80年代后期大阪地价上涨的主要部分是泡沫的结论。[③]

---

① 西村清彦：《日本の地価決定メカニズム》，西村清彦·三輪芳朗編：《日本の株価·地価》東京大学出版会，1990年。

② 《週刊ダイヤモンド》1990年9月1日。

③ 野口悠紀雄·宮尾尊弘：《誌上論争：地価バブル説の是非を論じる》《週刊東洋経済》，1991年5月18日。

泡沫否定论

但是，对于这样的“地价泡沫说”，也有严厉的批判。在地价上涨的初期，最一般的观点是认为地价上涨可以由向东京圈中心的集中现象和利率的降低得到解释。也就是说，地价上涨可以考虑是起因于城市结构的变化、金融放松等实体经济因素的变化。

其典型代表就是《昭和 63 年（1988 年）版国土利用白皮书（国土利用白書）》。此《白皮书》认为，以东京圈为中心的地价上涨的原因，主要有以下三点：（1）由于城市功能向东京圈中心集中引发的供求压力；（2）住宅用资产置换更新对住宅用地的波及效果；（3）金融放松。这些都是实体经济原因〔在平成元年（1989年）版中，才在上述三个原因之外，增加了投机性土地买卖猖獗的原因〕。

原田（原田 1988）更是明确地指出，“1985 年以来东京的地价上涨，主要是由于东京经济实力增强的经济合理原因产生的。”没有必要考虑泡沫的因素。就东京的住宅用地而言，原田试算了考虑东京与地方的收入差距后的均衡价格，得出了“无论是 1980 年还是 1985 年，东京的现实地价都低于均衡价格，1985 年以后的地价暴涨不过是对这种过低状态的合理修正而已”的结论。①

后来，对地价泡沫说的批判越来越多。例如，宫尾（宮尾 1989）认为，虽然日本的股票和土地等存量资产的价格高是事

---

① 原田泰《東京の高地価対策、恩恵の公平分配を目標に》日本経済新聞《経済教室》1988 年 11 月 15 日.

实，但这不是问题，真正的问题在于每一期的收益过低（其实，正如我们在第 2 章中已经说明的那样，根据标准的资产价格决定理论，“收益是由供求关系决定的，并由收益决定资产的实体经济价格”）。假如说存量资产价格中包含了泡沫因素，那么使价格回复到正常水平的大调整就必然会发生，但是，“现实中没有任何征兆显示这种调整将要发生，日本的存量资产价格一直维持在很高的水平，每一期的利益回报持续低于市场利率。……日本的存量经济，比起人们的一般想像具有更加坚固的基础。……看不出日本的存量资产价格是由于泡沫而暂时膨胀的，也看不到最近就要发生大调整的任何征兆”。①

经济学者云集的“政策构想论坛（政策構想フォーラム）”，也在其提出的报告书（1990）中分析认为，东京楼房用地的地价水平，是可以通过办公用房的租赁经营获得充分的收益保证的，“认为日本的地价是由于泡沫投机而膨胀，一旦条件适宜就会暴跌的看法是不正确的”。因此，如果认同地价泡沫说，“反而会错误判断问题的真正原因，……极有可能妨碍我们采用实现富裕生活的正确政策”。②

宫尾（宫尾 1991）则这样论述道，地价泡沫说不仅“缺乏充分的根据，无法根据事实得到证实，而且更大的问题在于可能误导政策，使得土地问题和住宅问题进一步恶化”。③

此外，原田和井上（原田 · 井上 1991）也认为，东京的地价

① 宮尾尊弘《〈ストック経済〉の時代》日本経済新聞社，1989 年，133 頁。
② 政策構想フォーラム《ストック経済における豊かさの実現のために》1990 年 3 月。
③ 野口悠紀雄・宮尾尊弘《誌上論争：地価バブル説の是非を論じる》《週刊東洋経済》1991 年 5 月 18 日。

暴涨现象，根本上说是由于实际需求的原因，……最近地价稍降很难说已经使得占地价一半的泡沫因此而破裂，即使存在泡沫，那也是仅仅在地价暴涨到顶点时才产生的有限现象。根据国际比较，日本的地价很高确实是事实，但是“如果将税制的扭曲因素等考虑进去，日本的地价仍然处于可由各种实体经济因素得到解释的水平。也就是说，很难想像日本的高地价是泡沫等引起的不合理现象”①。

股价泡沫论争

就股价而言，也展开了有关是否存在泡沫的论争。

植田（植田 1989）利用企业拥有的资产价值以及（P/E）（市盈率）指标，分析了日本的股价② 。这里，市盈率是指股价除以每股收益而得的商。假定收益全部用于分红，并忽略收益的增长率与风险溢价，则实体经济模型中的（P/E）就是利率的倒数。因此，如果利率为 5%，则相应的（P/E）就是 20。然而，日本 1987 年的（P/E）已经超过了 50，而且一直上升直到 1989 年。如果与同时期只有 10 多一点的美英等国家的（P/E）相比较，我们就不难发觉日本的（P/E）已经是处于异常的高水平。

经过分析植田发现，如果考虑到相互持股的情况，那么 20 世

---

① 原田泰・井上裕行《土地・住宅の経済学》日本評論社、1991 年。除了上述文献外，对泡沫说提出批判的还有宫尾尊弘《都市と経済のニュートレント》日本評論社、1989 年。金森久雄「土地価格バブル説を疑う」《週刊東洋経済》1991 年 5 月 18 日。

② 植田和男「わが国の株価水準について」《日本経済研究》第 18 号（日本経済研究センター）、1989 年。

纪 80 年代初日本的（P/E）变动是可以由利率与增长率得到很好解释的，但是 1983 年以后（P/E）的迅速上升却不能由此得到说明。从与企业拥有资产的联系来看，80 年代后期上市公司的股价，存在着对资产价值过高评价的可能性。因此，在这个意义上说，日本的现实股价是过高了。

与此相反，也有认为只要考虑了企业拥有资产和股票的评价问题，就可以说明高股价的看法[①]。这就是所谓的“资产溢价”论。在资产负债表上，从前购入的资产是用购入价格评价的，这种评价与市价之间存在差额，这个差额就是资产溢价。资产溢价的核心部分是土地，据说在不动产公司、钢铁公司中，都存在极为巨大的土地溢价。如果是它们引起了 20 世纪 80 年代后期的股价变动，那么存量通货膨胀的基本原因就可以认为在于地价的上涨。

平成 3 年（1991 年）《经济白皮书》，利用修正（P/E）指标，进行了股价分析[②]。所谓“修正（P/E）”，是指在（P/E）上乘以利率。假定收益全部用于分红，则修正（P/E）应该等于 1。从这一指标的现实变动情况看，1985 年至 1987 年间基本稳定在 2～3 倍之间，1987 年夏开始迅速上升，“黑色星期一”到来之前的 1987 年 9 月升到了 4.84 倍。其后稍有下降，1989 年 12 月为 4.64 倍。根据这种情况，《白皮书》认为，在 1987 年冬和 1989 年夏，股价存在偏离了实体经济而上涨的可能性，而且自我实现型

---

① 若杉敬明・紺谷典子・丸淳子・米沢康博《日本の株価水準研究グループ報告書》日本証券経済研究所．1988 年．舟岡史雄《日本の株価水準と投資水準》西村清彦・三輪芳朗編『日本の株価・地価』東京大学出版会．1990 年．

② 同样的分析．还有日本開発銀行《80 年代のマネーフロー と今後の企業金融》《調査》第 162 号（1992 年 7 月）．

的股价上涨预期对股价上涨所起的作用巨大。也就是说，存在着“合理泡沫”。

这本《白皮书》，还分析了地价与股价之间的联系。发现股价几乎不可能由过去的地价来说明，而地价的约 20% 部分可以由过去的股价来说明。但是，作为对这一结果的解释，却认为与其说是“股价影响着地价”，还不如说是股票市场评价了企业拥有资产的溢价，“股价预先反映了地价的变动”更为合适。

事后分析

现在回头看，无论是股价还是地价，20 世纪 80 年代后期的异常上涨部分中都含有相当部分的泡沫，这已是毫无疑问。正如我们在第 1 章所论述的那样，证据之一就是 1991 年以后金融放松过程中的资产价格下降。

为了定量分析论证泡沫的存在，这里我们要把第 1 章的图 1—2所示的指标进行若干的修正。根据第 2 章所述的“实体经济价格”理论，资产价格可以表示为资产带来的收益现值。即

$$\text{资产价格} = \frac{\text{收益}}{\text{利率}}$$

这里的收益，就股票而言是分红，就土地而言是土地利用收益。分别假定股票、土地的总额占 GDP 的比重为一固定系数。① 则资产价值总额就是 GDP 除以利率再乘以这一系数。假定这一系数为 e，则 e 可以表示如下：

---

① 如上所述，在 20 世纪 80 年代，企业收益和东京都的楼房租金比 GDP 增长更快。所以，严密来说，这个假定并不正确。

$$e = \frac{\text{资产价值} \times \text{利率}}{GDP}$$

这里，e无论是就股票还是就土地而言，都应该是保持固定不变或者呈平缓的变化[①]。图4–2反映了根据上式计算的，与东证一部上市公司的股票市价总额、东京都住宅用地市价总额有关的e值变动情况。20世纪80年代中期之前，无论是股票还是土地，e值基本稳定（就股票而言，具有缓慢的上升趋势）。也就是说，在这期间，无论是股价还是地价都处于可以用实体经济价格说明的水平。

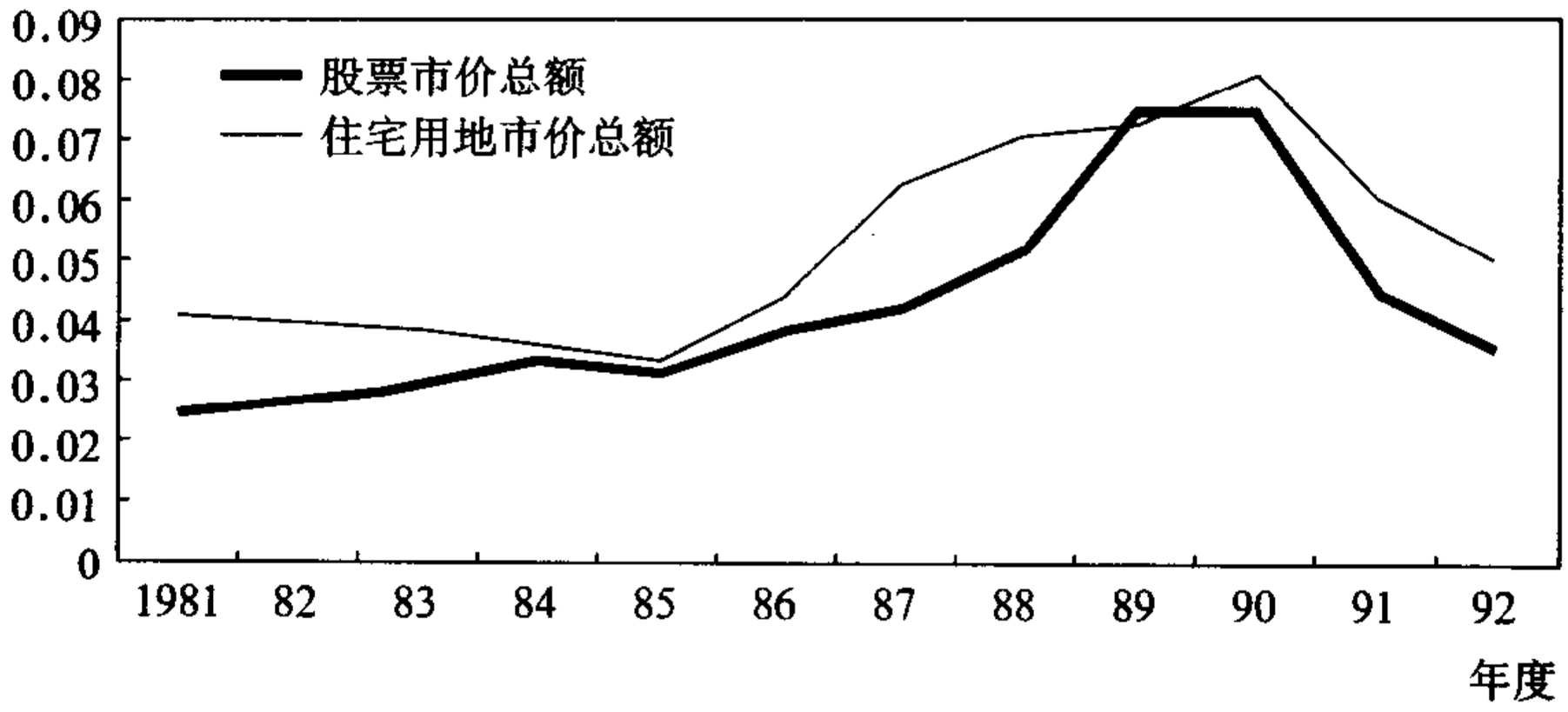


图4–2　股票价值与土地价值的变动趋势（各年度年中值）

（资产额 * 利率／GDP）

注：资产额等的定义，参照表1–1。

但是，在20世纪80年代后期，无论是股票还是土地，e值都

① 就股票而言，如果企业收益总额占GDP的比重一定，则e就是"修正（P/E）"乘以这一比重。还有，如果实体经济模型是正确的，那么股价总额就是企业收益除以利率所得的商，e所表示的就是企业收益对GDP的比重。同样，就土地而言，e所表示的是GDP中土地利用收益所占的比重。

开始显著地偏离原来的变动趋势。这种偏离恐怕只能由“泡沫”来说明。在资产价格上涨时，即使 e 值偏离趋势值，也有可能利用“收益增长预期的提高”或者“风险溢价的降低”来说明。也就是说，此时实体经济模型仍然可能提供有效的说明。但是，要想有系统地解释进入 20 世纪 90 年代后为什么 e 值又回到了原来的趋势值附近，就非常困难了。因此，我们不得不认为“80 年代后期的资产价格变动趋势，偏离了实体经济模型。也就是说，发生了泡沫”。

假如说上述的趋势值表示了实体经济价格，那么现实的资产价格涨到顶点的 1989 年至 1990 年期间，无论是股价还是地价，都有约一半是泡沫。

第 5 章
支撑泡沫的资金循环与宏观经济政策

正如加尔布雷斯（ガルブレス）在几本著作中强调的那样，引起泡沫的多数投机交易，都是通过借贷来进行的。20 世纪 80 年代后期的日本也是如此。这可以从金融机构资金流动的变化中观察到。在本章中，我们就来分析这种变化，并探索这些变化的原因。这可为我们揭示泡沫发生机制，提供很好的启示。

首先，在第一节中，我们来看企业资金筹集与运用的变化。筹集方面的主要变化是权益融资的增加，而运用方面的主要特征是金融投资的增加。在第二节中，我们将从金融机构的角度来分析以上问题。与企业方面的变化相对应，金融机构的融资对象发生了从大企业向中小企业、从制造业向不动产业的转变。包括经由非银行金融机构的贷款在内，由金融机构向不动产业的贷款，在 20 世纪 80 年代后期约增加了 44 万亿日元。在第三节中，我们分析土地交易。20 世纪 80 年代后期，法人收购土地的总额约在 40 万亿日元。不动产企业收购土地的总额约为 29 万亿日元，其中的约 3/4 是中小不动产企业的购入。这些购入的资金几乎全部来自贷款。正因为金融机构如此深地涉足了土地投机，所以泡沫后

遗症的处理才会显得那样艰难。

在第四节中，我们对这个时期的宏观经济政策进行评价。指出，如果在20世纪80年代的后期的日本，采取了财政扩大与金融紧缩的政策，那么有极大的可能可以避免资产价格的异常上涨。

第一节　热衷于资本运营的企业

权益融资与金融投资

克服了日元升值萧条之后，日本经济从1987年开始强劲增长。相应地，企业收益也从1987年开始大幅度改善，资金状况开始好转。

由于股票市场活跃，资金筹措成本显著降低，大企业通过在资本市场上发行增资股票、可转换公司债、附新权债券等，筹集到了巨额的资金①，这就是所谓的权益融资。然而，筹集到的资金

---

① "可转换公司债"是指附有可以转换为公司股票权利的公司债券。在转换申请期间内行使转换权，就可以按照事先规定的价格（转换价格）得到新的股票。不行使转换权，则可按票面价格偿还。因为有这种转换权，所以可以低利率发行。

"附新权债券"是指附带有根据事先规定的平仓价格接受新股权利的债券。在可转换公司债的情况下，转换成股票后对公司的债权就不存在了。而在附新权债券的情况下，通过行使接受权，仅仅使接受部分的债权不存在，但普通债权部分依然存在。从1985年11月开始，接受权部分与普通债权部分可以分开销售的"可分离型附新权债券"的发行解禁。附新权债券在国内几乎没有发行，大量的发行都在海外。从1986年1月开始，海外发行的日本企业的附新权债券中的附新权部分，可以带回国内。

仅在1988年一年，国内发行的可转换公司债就达约7万亿日元，在海外发行的附新权债券达到约4万亿日元。

并不是全部用于设备投资。其中相当的部分被用在金融投资上。

表 5—1　非金融法人企业的金融交易（流量）

单位：万亿日元

年份	筹集			运用	
	市场借入	债券股票	其他债务	金融资产净增	实物投资
	A	B	C	D	E
1980	13.6	4.3	7.0	12.3	12.6
1981	16.5	6.2	10.1	21.0	11.8
1982	17.4	6.1	8.2	15.7	16.0
1983	18.1	4.8	6.1	16.0	12.9
1984	20.7	7.1	13.7	27.1	14.3
1985	25.2	7.8	3.5	23.6	12.9
1986	26.6	9.1	−6.3	17.1	12.3
1987	25.9	12.6	43.0	59.0	22.4
1988	30.0	19.4	17.1	53.4	23.1
1989	38.0	26.3	30.6	64.9	30.0
1990	39.5	15.6	31.9	39.7	47.3
1985—1990 年累计	185.2	90.8	119.8	257.7	148.0

注：金融资产净增中，包含了现金与存款、有价证券以及其他金融资产。
资料来源：经济企画庁平成 4 年版《国民経済計算年報》（1992 年）

这种状况通过表 5—1，可以看得更为清楚。企业通过金融机构的贷款（表中的 A）、债券与股票（B）、其他（C）等渠道筹集资金，用于金融资产（D）与实物投资（E）（E 从国民经济核算的意义上讲，是“资金不足”，反映了实物投资中靠金融筹集的部分。此外，投资的剩余部分是靠企业储蓄与固定资产折旧来充当的）。

1985 年至 1990 年间，法人企业的金融机构贷款总额（A）约

为185万亿日元，债券与股票的发行（B）约为91万亿日元，其他方法（C）210万亿日元。共筹集了总额约486万亿日元的资金。其中，金融资产净增值（D）258万亿日元（约占64%），剩下的148万亿日元相当于实物投资（E）（需要说明的是，这一时期法人企业的投资总额为360万亿日元）。虽然理论上说债券股票栏的数值并不都是权益融资，但是根据日本法人企业的现实，我们认为1987年以后此栏的数值几乎都属于权益融资（1987年12万亿日元、1988年18万亿日元、1989年26万亿日元）。

从各个项目的变动趋势来看，20世纪80年代后期，通过债券与股票等从市场筹措的资金比例上升，对金融资产的投资比例也上升。通过债券与股票筹集的资金，在1988年仅占全部借入资金的1/3左右。然而，由于权益融资增加，这一比例从1987年开始急剧上升，到1989年达到近七成。在资金运用方面，1983年为止，金融投资（D）与实物投资（E）几乎相等（1981年除外），但是，在1984年至1989年间，金融投资已经增加到相当于实物投资的2倍（1986年除外）。

然而，在股价大幅度下跌的1990年，通过债券与股票筹集的资金急速减少，金融资产的净增值也明显变小。

金融自由化与资本运营

企业金融投资增加的一个重要背景是金融自由化。由于金融自由化，金融商品的选择余地增加，使得对金融资产的投资变得相对有利。

从1979年5月导入可转让储蓄（CD）为起点，日本开始分

阶段地实现储蓄利率的自由化。1985 年 3 月，导入了市场利率浮动型储蓄（MMC，最低储蓄额 5000 万日元），同年 10 月，10 亿日元以上的定期储蓄利率实现了自由化。以后，最低储蓄额分阶段地降低，1989 年 10 月，实现了 1000 万日元以上大额定期储蓄利率的自由化。

金融自由化使企业的金融收益上升，提高了企业利用资本运营的积极性。资本运营中的收益是通过特定货币信托、基金信托对股票与债券等的投资，以及大额定期储蓄等利率自由化的金融商品。原来的资本运营是以借款返还为目的的成本削减型，而现在的资本运营则是追求高额运用收益的积极运用型[①]。

日本开发银行（日本開発銀行）的《调查》（《調查》）（1992年 7 月），对 20 世纪 80 年代企业的资金筹集与运用状况进行了分析[②]。由此可知，大企业的负债利息率已经下降到了 5% 左右。因此，企业只要将筹集到的资金投资于金融资产，就可以获得收益。在利用权益融资的情况下，资金成本进一步降低。当时 CP（商业票据）的发行成本低于大额定期储蓄利率，所以企业通过发行 CP 获得资金而运用于大额定期储蓄，就可以毫无风险地获得收益（所谓的“套利”）。这意味着，比起主业来，资本运营可以更快地获得收益。所以，企业不仅是利用剩余资金，而且还

---

① 特定货币信托、基金信托都是接受货币委托，通过股票与债券等有价证券而进行运用的货币信托形式。在“特定货币信托”的情况下，出资者对信托银行指定各个运用对象、买卖时期等，在信托终了时接受货币的交付。在“基金信托”的情况下，虽然能够指定大致的运用对象，在这个范围内信托银行可以自由地运用资金。信托终了时信托财产以实物的形式交付。

② 日本開発銀行《80 年代のマネーフローと今後の企業金融》《調査》第 162 号（1992 年 7 月）。需要说明的是，以下文献也可供参考。日本銀行《平成 2 年の資金循環》《日本銀行月報》1991 年 7 月。日本銀行《平成 3 年の資金循環》《日本銀行月報》1992 年 7 月。

积极地从外部筹集资金投资于金融资产。甚至有些企业只是为了获得资本运营所需的资金而进行资金筹集。

这样，就出现了负债和资产两方面同时增加的资产运用方式，企业的资产与负债共同膨胀。法人企业资产与负债同时增加的“重合”比率（相对于金融负债余额而言的金融资产余额的比率），从1984年的58%，到1986年达到了95%这样的异常高水平。1987年至1988年间，这一比率稳定在70%~80%之间。金融收支盈余的公司，1984年是4家中有1家，1985年增加到5家中有2家，到1986年进一步增加到2家中就有1家。

制造业大企业的“脱媒”趋势

以上所述的是全部法人企业的状况，如果分部门来看，我们会发现部门之间的差异显著。从市场中筹集资金并主要用于金融投资的，主要是制造业大企业。

根据大藏省的《法人企业统计年报》（大蔵省《法人企業統計年報》），相对于金融机构借款而言的市场筹款比率（以余额为基础进行比较），全体法人企业在1984年末约为0.25，到1989年末也仅仅上升到0.33，没有太大的变化。但是，大企业（固定资产10亿日元以上）的这一比率，则从0.51，显著上升到0.85。而且，产业之间也存在显著的差异。在制造业中，这一比率从0.43显著上升到0.86。制造业的大企业则更是从0.67上升到1.94，银行借款与市场筹款之间的主次关系都发生了逆转，这一期间它们从金融机构借款的余额甚至在不断减少。在资金筹集方面发生巨

大变化的只能是大企业，因为只有大企业才有可能通过发行债券与股票等手段筹集资金。

与此相反，制造业之外的其他产业，即使在这一期间也基本上仍然必须依赖于借款。大企业返还了借款后，金融机构的贷款对象开始转向其他产业。其结果是其他产业6年间通过借款共筹集了约181万亿日元的资金，其中的7成是中小企业的借款。其他产业全部借款的26%是不动产业的借款。不动产业原本借款的比率就较高，而在这6年期间，借款几乎成了资金筹集的全部（市场筹集部分仅占借款的8%左右）。

第二节　金融机构行为的变化

金融机构的资金筹集与运用

从金融机构的角度看，金融自由化增加了其资金筹集的成本。这压缩了其收益空间，使金融机构不得不将融资转向收益率更高的对象。根据日本银行（日本銀行）制成的资金循环表，我们可以分析这一期间金融机构的资金筹集与运用状况（表5–2）。

首先，来看资金筹集方面。值得注意的是1986年至1987年的两年间，作为特定货币信托、基金信托增加的体现，投资信托受益证券的发行显著增加。1986年至1989年间的累计增加额约为33万亿日元。1987年以后，由于金融自由化的影响，储蓄总额因

为自由利率储蓄的增加而显著增加。在1988年与1989年，由于一次性支付养老保险的增加，来自保险的资金也显著增加。[①] 1987年9月通过税制修改法，决定废除“小额非征税储蓄制度”，开始对储蓄利息征税，从而使得一次性支付养老保险在税制上变得相对有利，从而引起了家庭持有证券组合的变动。被称为“生命保险”的寿险公司等机构投资者的地位，由此而上升。

表5-2　民间金融部门的资金循环（年度增加额）

单位：万亿日元

年份	运用					筹集		
	现金	有价证券	借出资金	储蓄等	信托	保险	金融债	投资信托
1980	0.1	8.1	20.6	16.4	2.3	4.2	2.1	−0.1
1981	0.0	10.6	24.1	24.8	4.3	4.6	2.7	1.3
1982	0.1	13.2	27.8	18.9	4.4	5.3	3.0	2.4
1983	0.1	15.0	27.8	20.1	4.6	5.7	3.9	4.7
1984	0.1	14.6	31.9	24.9	5.2	7.0	4.2	3.7
1985	0.4	16.7	30.2	23.7	6.3	9.1	3.9	2.9
1986	0.0	36.4	38.8	27.7	11.0	12.9	4.0	13.0
1987	0.1	30.7	47.9	41.8	11.7	15.5	3.6	11.3
1988	0.4	29.6	52.4	44.3	8.9	19.4	3.2	6.8
1989	0.0	23.2	75.9	46.3	13.3	20.6	5.9	2.3
1990	0.3	−0.3	47.4	36.1	8.4	15.8	7.4	−3.8
1985—1990年累计	1.2	136.3	292.6	219.9	59.6	93	28.0	32.5

资料来源：日本銀行《経済統計年報》。

① 一般情况下，被保险者无论在保险期满时仍然存活还是已经死亡，都可以获得相同额度的保险金额的储蓄性很强的生命保险，才称为“养老保险”。其中，保费一次性支付的，称为“一次性支付养老保险”。期间一般为3年至30年，从储蓄商品的性质看，5年至10年的中期商品是主流商品。对于超过5年的商品，满期时可得的保险金与已经支付的保费的差额，作为一次性所得处理，在税制上有年间50万日元以内的特别免税扣除的优惠。

在资金运用方面，1986 年至 1989 年间（特别是 1986 年），有价证券增加了。这是因为 1986 年与 1987 年，以寿险公司等机构投资者为主，积极购入债券与股票的缘故。从 1987 年左右开始，银行积极地向不动产业与中小企业贷款，引起了借出资金的大幅度增加。

向不动产业与中小企业贷款的转移

从分产业融资余额的变动趋势可知，20 世纪 80 年代后期金融机构的贷款发生了显著的结构性变化（图 5—1）。

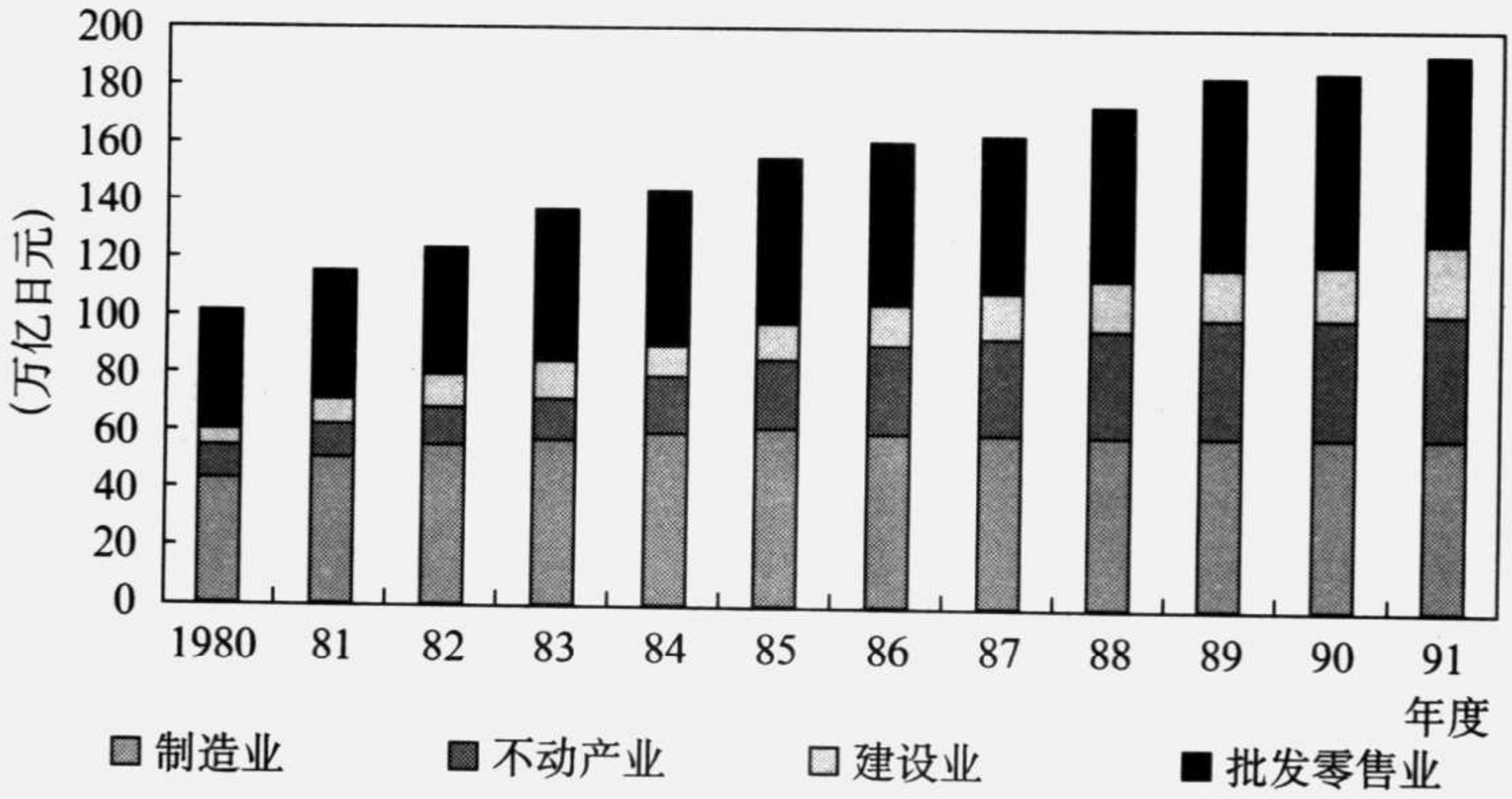


图 5—1　全国银行分产业贷款余额（各年 12 月）

注：只给出了主要产业的数据。全国银行的贷款总额参照图 5—2。1989 年以后包含了第二地方银行的数据。

资料来源：根据日本银行《経済統計月報》绘制。

首先，柱状图的最底部反映的是对制造业的贷款余额。值得注意的是，1986 年以后直到 1989 年为止，这个贷款余额持续减少。这就是前面所述的“脱媒”趋势。

另一方面，对不动产业的贷款则显著增加。全国银行对不动产业的贷款余额，在1984年末是16.7万亿日元，仅占制造业的27%，到了1989年末超过40万亿日元，占制造业的比重达到约74%。1990年4月，开始实施不动产相关融资的总量控制后，增加速度虽然有所下降，但是增长仍在继续。

从分规模的融资对象来看，也可以发现存在显著的差异（图5—2）。对中小企业的贷款余额，从1984年末的105万亿日元，增加到1989年末的247万亿日元，几乎增加了2.5倍。与此相反，对大企业的贷款余额，在同期才增加不到3万亿日元。因此，这期间金融机构贷款的增加几乎都是面向中小企业的。其结果是，对中小企业的贷款余额，在1984年末约是对大企业贷款余额的1.5倍，到了1990年末上升到了3.5倍。

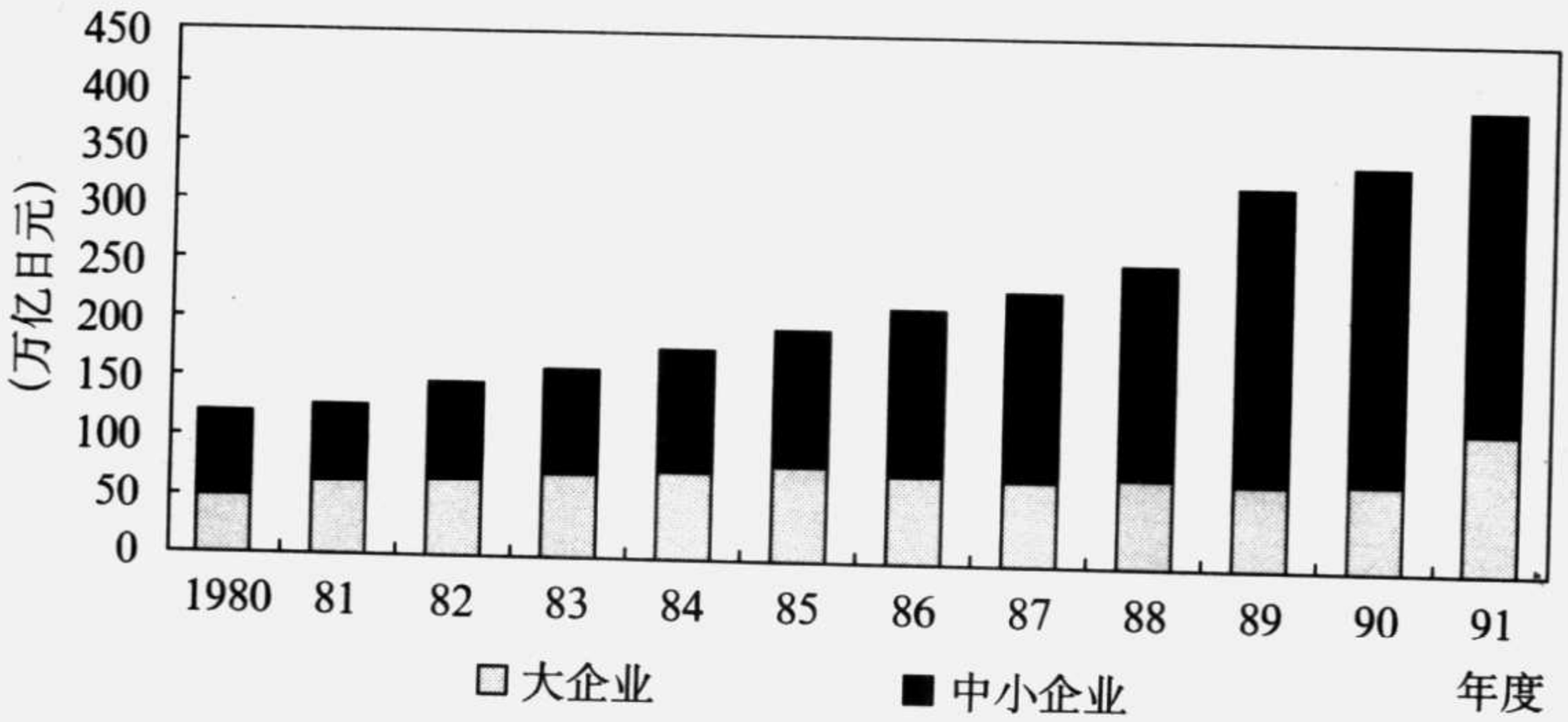


图5—2　全国银行分企业规模的贷款余额（各年12月）

资料来源：根据日本銀行《経済統計月報》绘制。

如上所述，20世纪80年代后期，对中小企业来说，是可以毫

无障碍地从金融机构接受融资的时代。这种状况，进入1992年之后，发生了相当大的变化。于是，很多人认为产生了所谓的“银行惜贷”现象。但是，实际上这仅仅是银行的贷款审查恢复了正常而已，应该强调的是20世纪80年代才是异常的年代。

剧增的对不动产业贷款

如前所述，全国银行对不动产业的贷款余额，在1984年末约16.7万亿日元。这在20世纪80年代后期有了显著的增加（表5—3）。特别是1987年，仅一年就增加了7.2万亿日元。1985年至1991年间累计增加了28.7万亿日元。其结果，1991年末对不动产业的贷款余额，全国银行合计达到45.4万亿日元。[①] 其中，城市银行占了约一半为22万亿日元。

总贷款余额中对不动产业贷款余额所占的比重也上升了。根据全国银行的银行核算，从1984年末的6.9%，上升到了1991年末的11.6%。

不同形态的金融机构，对不动产业贷款的增长情况也有差别。首先，从1985年开始信托银行对不动产业的贷款开始增加。

---

① 所谓的“全国银行”，是指城市银行、地方银行、第二地方银行、信托银行，以及长期信用银行。第二地方银行，就是1989年以前的相互银行。

全国银行的核算，分为“银行核算”与“信托核算”。前者是指普通银行、长期信用银行的银行核算与信托银行中银行业部门的合计数。后者是指信托银行中的信托业部门与一部分普通银行中的信托业部门的合计数。

需要说明的是，除此之外的金融机构还有：(1) 以信用金库、信用组合、商工中金等为中心的中小企业金融机构；(2) 以农林中金、农协、渔协等为中心的农林水产金融机构；(3) 人寿保险公司与灾害保险公司；(4) 由日本进出口银行、日本开发银行以及各种公库构成的政府金融机构。

在1986年实际增长了58%，增长极为显著。从1987年转向减少。也就是说，对不动产业的融资开始逐步由信托银行被其他金融机构所代替（需要说明的是，如后所述，这期间信托银行对非银行金融机构的贷款增加）。

在信托银行之后，城市银行对不动产业的融资增长率开始迅速提高。在1986年融资增长率达到44.7%，融资金额则增加了3.6万亿日元。城市银行的不动产业融资，持续增长到1989年为止。与土地有关的融资进一步波及到地方银行，他们的融资增长率在1989年到达顶峰。这与地价暴涨波及到地方城市的过程如出一辙。

全国银行之外的金融机构对不动产业的融资，在1985年至1991年间增加了6.2万亿日元。与全国银行的融资合计，这期间的融资总额的增加达到了35万亿日元（表5–3）。

表5–3　金融机构向不动产业贷款的变动趋势

		合计	全国银行合计	在全国银行贷款中					
				城市银行	地方银行	信托	长期信用银行	全国银行信托	其他
1984年末余额		22.87	16.70	6.30	3.60	1.40	2.60	2.80	6.17
年内增加	1985	4.67	3.90	1.90	0.60	0.40	0.40	0.60	0.77
	1986	7.99	7.20	3.60	0.80	1.10	0.90	0.90	0.79
	1987	6.32	4.90	2.60	1.00	–0.40	0.70	0.90	1.42
	1988	5.28	4.00	2.50	1.10	–0.10	0.50	0.10	1.28
	1989	6.59	4.80	2.40	1.40	–0.10	0.60	0.60	1.79
	1990	2.50	1.80	0.60	0.50	–0.20	0.30	0.20	0.70
	1991	1.65	2.10	1.10	0.40	0.60	–0.30	0.20	–0.45
1985—1991累计增加		35.00	28.70	14.70	5.80	1.30	3.70	3.10	6.30
1991年末余额		57.88	45.40	21.00	9.40	2.70	6.30	5.90	12.48

资料来源：根据日本銀行《経済統計月報》整理。

1990 年开始实施总量控制之后，全国银行的不动产融资增长趋缓。但是，值得注意的是信托银行的不动产业融资，在 1991 年再次出现相当的增长。

经过非银行金融机构的不动产融资

就金融机构向不动产业的资金供给途径而言，还存在着经过非银行金融机构的“迂回融资”方式。所谓“非银行金融机构”，是指民间放贷行业、租赁行业、信用销售、住宅金融合作社等，不具备储蓄等资金筹集手段而进行信用业务的金融机构。由于在行政上的限制比银行少，非银行金融机构在 20 世纪 80 年代迅速发展。

银行对非银行金融机构融资的变动情况如表 5—4 所示。1984 年末，全国银行对非银行金融机构的融资余额是 15.1 万亿日元。与对不动产业的融资一样， 20 世纪 80 年代后期融资有了显著的增长。1985 年至 1991 年间，约累计增加了 25 万亿日元。其中，长期信用银行与信托银行，在银行核算中占据了 6 成多。这与对不动产业融资中城市银行与地方银行占据了过半的情况，形成了鲜明的对照（因此，非银行金融机构的经营不善，后来对长期信用银行以很大的打击）。

就非银行金融机构的融资而言，由于不存在完备的统计，所以很难把握其正确状况。但是，从几种资料可以进行推算。大藏省（大蔵省）对日本最大的 300 家非银行金融机构进行了调查，结果整理成表 5—5。总贷款金额中所占的不动产业融资的比重，向经营者放贷的非银行金融机构约占 45%，而全体平均则约是

38%。然而，非银行金融机构的资金来源，几乎全部来源于银行借款。因此，可以考虑由银行向非银行金融机构贷款的约4成是对不动产业的融资。

表5—4　银行对非银行金融机构贷款的变动趋势

单位：万亿日元

		合计	全国银行合计	在全国银行贷款中					
				城市银行	地方银行	信托银行	长期信用银行	全国银行信托	其他
1984年末余额		16.78	15.10	5.40	2.30	2.00	3.40	2.10	1.68
年内增加	1985	2.63	2.50	0.70	0.30	0.20	0.70	0.50	0.13
	1986	4.96	4.70	1.30	0.50	1.70	0.70	0.40	0.26
	1987	6.15	5.70	1.80	0.90	1.00	1.40	0.60	0.45
	1988	4.19	4.10	1.00	0.80	0.50	1.00	0.90	0.09
	1989	6.65	6.40	0.90	1.30	0.80	1.70	1.90	0.25
	1990	2.41	1.70	0.00	0.40	−1.00	0.80	1.20	0.71
	1991	−0.33	−0.10	0.20	−0.70	−0.50	0.50	0.60	−0.23
1985—1991累计增加		26.68	25.00	5.90	3.50	2.70	6.80	6.10	1.68
1991年末余额		43.46	40.10	11.30	5.80	4.70	10.20	8.20	3.36

资料来源：根据日本銀行《経済統計月報》整理。

表5—5　来自非银行金融机构的不动产融资

	面向消费者的放贷业	面向经营者的放贷业	信用销售公司	租赁公司	其他	合计
不动产业融资金额（亿日元）	1,992	151,180	13,557	51,244	25,990	243,963
不动产业融资比率（%）	5.1	45.3	21.3	35.2	39.3	37.8

资料来源：大蔵省调查。

根据以上假定进行计算，经过非银行金融机构的“迂回融资”，在1984年末至1990年末的6年间，增加了10.8万亿日元。这反映在后述表5—7中的“从非银行金融机构的资金借入”一栏中。

第三节　不动产业的土地购入

法人土地购入的增加

随着银行的贷款对象主要转向不动产业，不动产业开始积极利用通过借款而筹集到的资金投资于土地，其中的许多投资具有很浓的投机色彩。下面，我们就将通过具体的数据来说明这一土地购入的增加过程。由于20世纪80年代前期土地购入的问题较少，所以我们将分析的重点放在了20世纪80年代后期。

首先，我们将根据经济企划厅（経済企画庁）制定的《国民经济核算》（《国民経済計算》）来看各部门的土地投资额的变动趋势。图5—3反映了各部门的土地净购入额（即土地购入额减去土地销售额）。需要说明的是，由于这里表示的仅仅是每个部门的土地净购入额，所以不能反映部门内部的交易情况。

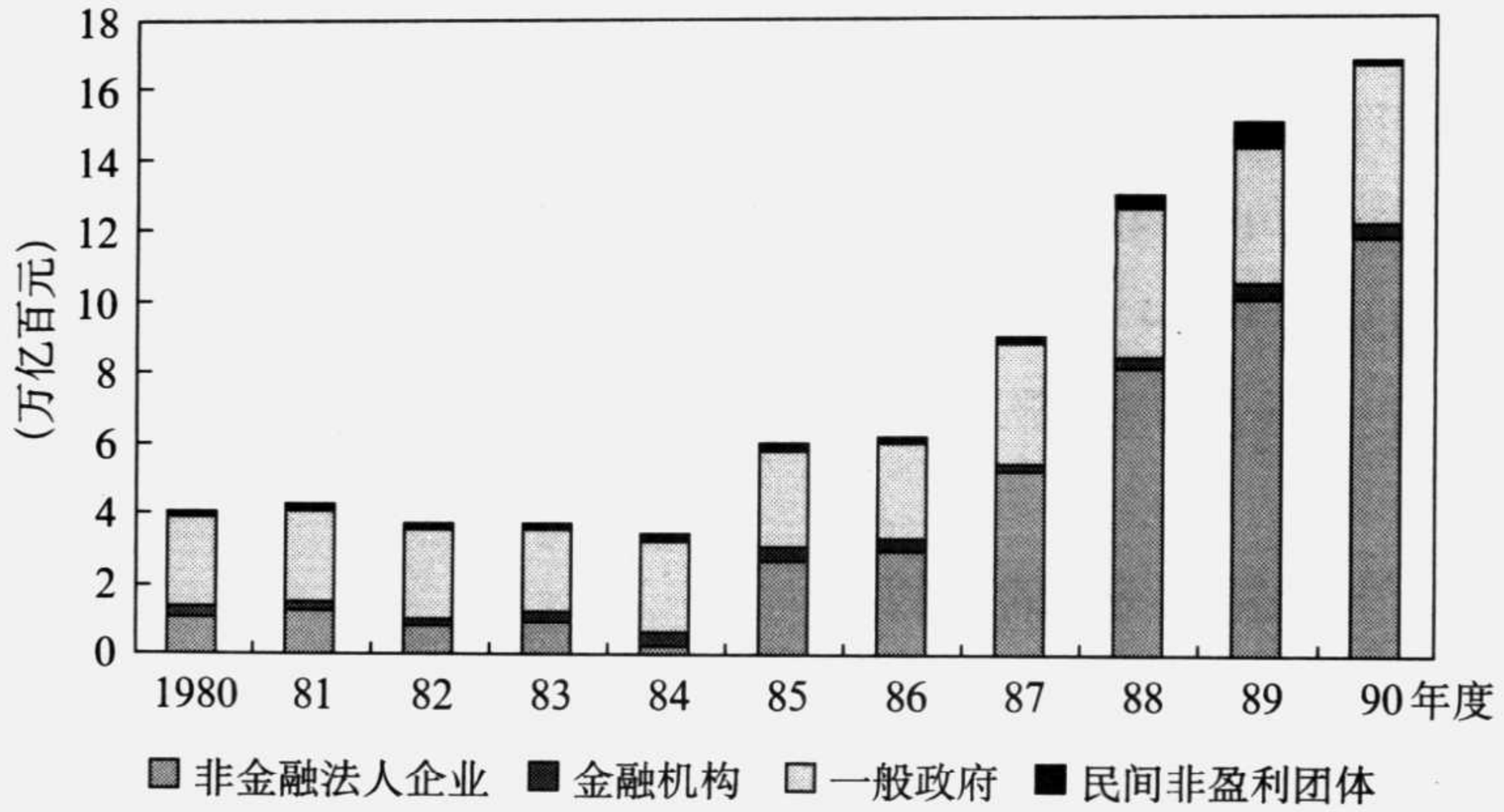


图 5–3　不同经营制度部门的土地净购入额

资料来源：根据経済企画庁《国民経済計算年報》1992 年度版整理绘制。

一般来说，家庭部门总是土地的净销售者，而非金融法人企业与政府是主要的净购买者。在图 5–3 中，我们仅仅描述了净购入额为正的部门的情况。图中柱型的总高度，反映了家庭部门的净销售额，1985 年至 1990 年的 5 年间，累计约为 64 万亿日元。1987 年以后家庭部门的净销售额的显著增长，是与此期间法人土地购入的显著增长相吻合的。

法人企业的土地净购入额，到 20 世纪 80 年代前期为止每年稳定在数千至 1 万亿日元左右。20 世纪 80 年代后期开始剧增，1985 年至 1990 年的 5 年间，累计约为 40 万亿日元。其中当然也包含了一些正常的企业活动所需要的土地，但是从 20 世纪 80 年代的变化趋势来看，看不出这期间土地需求会有如此急剧的增加。因此，可以断定其中的大部分肯定是以投机为目的的购入。

假定20世纪80年代的土地购入全部以生产为目的，则5年间累计的土地净购入额应该是约4.2万亿日元，年均约8400亿日元。因此，1985年至1990年间的土地净购入额中，扣除以生产为目的的约5（0.84×5）万亿日元后，剩余的35万亿日元就可以看作是为了投机的土地购入。

根据法人企业统计的推算

为了更加详细地了解（分产业、分规模的）土地购入情况，我们将利用大藏省的《法人企业统计》（大蔵省《法人企業統計》），进一步对法人企业的土地购入状况进行具体分析。

就不动产业而言，除了作为固定资产的土地之外，库存资产中也包含有土地。全部产业的土地保有额，1984年末约51万亿日元，到1990年末增加到了121万亿日元。如果我们假定库存资产的一半是土地，则可以推算得到，1985年至1990年间的土地净购入额为70.4万亿日元（参照表5–6）。分规模来看，大企业为19.9万亿日元，占28.2%，中小企业为50.5万亿日元，占71.8%。

土地净购入额的合计数，比前述根据国民经济核算得到的合计数（40万亿日元）要大许多。产生差距的原因之一，在于评估方法的不同。国民经济核算中的土地保有额是经过资产升值收益修正之后按市价计算的，而法人企业统计中的土地是以取得原价计算的，只有在土地交易时资本收益才被计入。

表 5—6　法人企业保有土地的增加额（1984 年末至 1990 年末）

	增加额（万亿日元）	比重（%）
全部产业	70.4	100
大企业	19.9	28.2
中小企业	50.5	71.8
建筑业	5.3	7.5
制造业	106	15.1
批发零售业	11.2	15.9
不动产业	28.2	40.1
运输通讯业	4.4	6.3
服务业	10	14.2
其他产业	0.7	1
不动产业	28.2	100
大企业	7.6	26.9
中小企业	20.6	73.1

注：1.大企业是注册资本 10 亿日元以上的企业，而中小企业是注册资本不足 10 亿日元的企业。

2.假定不动产业库存的土地，是全部库存资产的 50%。

资料来源：根据《法人企業統計》（大蔵省《財政金融統計年報》1996、1991 年）整理。

我们可以用以下的数值实例来说明这一点。现在假定法人 A 将 10 年前以 100 亿日元购入的土地，以 150 亿日元卖给另一个法人 B。这时，A 的土地保有额减少了 100 亿日元，B 的土地保有额增加了 150 亿日元。因此，作为全体法人而言，增加了 50 亿日元。但是，实际上法人部门的土地净购入额是零。这时，按照国民经济核算，法人部门的土地净购入额会正确的表示为零。而在法人企业统计中，法人部门的土地净购入额就是 50 亿日元。因为，在后者的统计中，除了实际的土地净购入额外，还包括了法人部门内部买卖土地实现的资本收益。

此外，国民经济核算中不包括与海外部门的交易，而法人企业统计中包括这部分交易，也是后者的统计数据更大的一个重要原因。

分产业来看，1985 年至 1990 年间，购入土地最多的产业是不动产业，累计约28 万亿日元，约占全部产业的40% 。1990 年末的余额达到了约38 万亿日元，约相当于1984 年末的3 倍。分规模来看，不动产业的土地净购入额中，近 3/4 是中小企业的土地购入。分年度来看，如表 5–7 所示，1987 年度增加 15.5 万亿日元，增长最快。

表 5–7　不动产业资金借入与投资

单位：万亿日元

年份	投　资				资金借入			参考：资金借入—土地以外的投资
	土地	有形固定资产	其他	合计	从银行	从非银行金融机构	合计	
1985	5.0	1.1	–0.4	5.7	4.7	1.1	5.8	5.0
1986	2.8	–1.0	1.6	3.4	8.0	2.0	10.0	9.4
1987	15.5	4.3	2.6	22.4	6.3	2.5	8.8	1.9
1988	–2.3	3.5	1.1	2.3	5.3	1.7	7.0	2.4
1989	7.6	0.1	0.8	8.5	6.6	2.7	9.3	8.4
1990	–0.4	2.7	2.9	5.2	2.5	1.0	3.5	–2.1
1985—1989	28.6	8.0	5.7	42.3	30.9	10	40.9	27.1
1985—1990	28.2	10.7	8.6	47.5	33.4	11	44.4	25

不动产业的借款与投资

以上述分析为基础，我们可以将 20 世纪 80 年代后期不动产业的借款与投资状况，整理如下（表 5–7）：

首先，1984 年末至 1990 年末的 6 年间，由金融机构向不动产业的融资总额是 44.3 万亿日元，其中包括了经过非银行金融机构的部分。而同期不动产业的土地净购入额是 28.2 万亿日元。这说明，除了土地之外，不动产业还进行了设备投资、有价证券等方面的投资。如表 5—7 所示，固定资产（建筑物等）的投资累计额是 10.7 万亿日元，有价证券投资累计额是 8.6 万亿日元，合计约 19 万亿日元[①]。加上土地投资额，合计投资总额是 47.5 万亿日元。这与借款总额 44.2 万亿日元相比，仅有 3.1 万亿日元的差额。由此可知，这期间不动产业的投资几乎全部来源于借款。从借款总额中减去除土地以外的投资后的数值，如表 5—7 的最后一栏所示。

因此，可以得出的重要结论的是，20 世纪 80 年代后期不动产业的几乎全部投资是通过借款实现的。当然，我们不能说这些投资的全部都是投机。但是，从图 5—3 所示的法人企业全体土地购入的变动趋势来看，我们不得不说 20 世纪 80 年代后期土地购入的相当部分，并不是日常经营活动所需，而是以投机为目的。而且，由于不动产业土地购入的 7 成以上是实力相对较弱的中小企业的土地购入，所以地价上涨停滞投机失败后，使得许多不动产业陷入了困境。由此产生的问题，我们将在第 7 章中再详细论述。

---

① 在表 5—7 中，1988 年的土地购入额是负数。但是，这并不是实际的售出超过了购入，而是由于某些原因使得法人企业的统计数值成了负数（例如，可以考虑存在 1987 年末的数字过大等可能性）。在计算一定时期的累计数时，比较合理的考虑是可以计算包括这一数值在内的单纯合计数，所以这里也采取了这样的处理方式。

第四节　宏观经济政策与资产通货膨胀

矫枉过正的财政重建

在第2节中，我们已经论述了引起金融机构行为变化的金融自由化原因，现在我们来讨论另一个重要原因，即宏观经济政策问题。

关于金融政策，我们已经在第4章的第2节中作了论述，所以这里我们主要分析财政政策问题。20世纪80年代财政运营的重要特征是“财政重建”。为了摆脱巨额的财政赤字，缩小国债规模，一方面抑制了年度开支的增长，同时国民的税负也逐步加重。其结果是国债余额占GDP的比重，由1986年创最高记录的42.7%，下降到20世纪90年代末的38.1%。这一比重的下降，是自1965年发行国债以来的第一次。

这对金融机构来说，等于减少了国债这样一种非常适宜的资金运用对象。金融机构不得不改变资金运用的证券组合，增加贷款的比重。如果此期间内国债这种的投资对象持续增加，那么放贷竞争也许就不会有那么激烈。

假定1986年以后国债占GDP的比重保持不变，则20世纪90年代末的国债余额应该比实际多出20万亿日元左右。这正好与我们已经看到的20世纪80年代后期对不动产业的现实贷款增加额

规模相当。这种一致，并不是偶然的。这说明，如果不进行国债发行的削减，很有可能就不会产生对不动产业贷款的异常增加。

思考实验（1）：财政扩大

为了更为明确地说明以上问题，让我们来尝试进行宏观经济政策的思考实验。如果 20 世纪 80 年代国债的发行额比现实增加，并以此为财源增加以社会基础设施建设为中心的公共投资，情况会怎么样呢？

金融机构的证券组合中增加了这么多的国债，就可以考虑会有等额的贷款部分转出，从而减少等额的贷款。如果 5 年间国债发行额比现实多 20 万亿日元的话，那么根据如表 5—7 所示的不动产业土地购入合计数来推算，不动产业的土地购入就会按照原来的步调进行。也就是说，就有可能不会发生 20 世纪 80 年代后期实际发生了的土地投机。

国债发行增加，对国内资金利率上升的压力加大。这样，外汇汇率趋向于日元升值，经过一定时间后，对外经常性收支的盈余会减少（这个过程将一直持续到国内利率与世界利率相等为止）。因此，对外投资将比实际投资额减少。也就是说，与国内进行的社会基础设施建设相对应，在外国的资本积累应该减少。

从国民的立场来看，比起现实状况来，这个结果应该受欢迎得多。首先，增加了社会基础设施之后，生活环境肯定会变得更加富裕；第二，由于日元升值进口物价降低，实际可支配收入会增加；第三，应该可以避免经历地价异常上涨的过程。

现实中之所以没有进行这样的政策选择，是因为：第一，财

政当局将缩小财政赤字作为至高无上的目标，而懈怠了对宏观经济的考虑。第二，由于后述的理由，不允许出现日元升值。需要说明的是，如果从回复财政规律的角度看，“财政重建”无疑是必要目标。但是，在20世纪80年代的经济环境下，实行财政重建成了泡沫发生的一大原因。

思考实验（2）：金融紧缩

那么，在财政政策保持现实的状况不变，金融政策与现实相比采取更加紧缩步调的情况下，会怎么样呢？

与现实相比，假定的情况也应该会引起日元升值、经常收支盈余减少，对外投资减少的结果。在国内，金融机构的贷款会比现实数减少，因此，不动产业的土地购入也许就不会表现出异常的增加。也就是说，在这种情况下，同样也有可能事先抑制20世纪80年代产生的资产价格通货膨胀。

现实中之所以没有选择这种政策，是因为：第一，不允许出现日元升值；第二，至少是在景气恢复的初期阶段，有必要通过金融放松以增加设备投资。但是，第二个理由能否成立是值得怀疑的。因为在开放经济中，国内利率主要是根据世界利率的水平被动决定的（两者之间存在差距的情况下，将通过资本转移与汇率变动得到调整）。因此，最根本的理由，可以说还是在于对外汇汇率的顾虑。

为什么必须阻止日元升值

如上所述，实施不同的宏观经济政策，极有可能使得20世纪

80 年代的经济状况与现实产生很大的差异。而思考实验中探讨的政策不能成为现实的最大理由，在于对外汇汇率的顾虑。这里又包括以下两个方面。

首先是对外的顾虑（特别是对美国的顾虑）。1987 年 2 月的罗浮协定，表示了不希望日元继续贬值。为此，要求贸易盈余国（日本与德国）下调利率〔需要说明的是，美国的另一个关注点是日本的经常收支盈余。然而，无论是思考实验的哪种情况，经常收支盈余都应该是比现实数更小。所以，我们不得不说，抑制美元贬值（抑制日元升值）与缩小日本的经常收支盈余，是相互矛盾的〕。

另一个方面是国内的情况，即对日元升值给出口产业带来的冲击的顾虑。但是，关于外汇汇率，本来生产者（特别是出口业者）与消费者之间，就存在利益冲突。生产者会因为日元升值而遭受损失，而从消费者的立场来看，因为进口价格的下降可以使真实收入增加，所以原本就是欢迎日元升值的。实际上，尽管经历了激烈的日元升值，但是由于存在着各种各样的管制与市场本身的不完善，其利益并没有反馈到消费者。这就是，被作为内外价格差来讨论的问题。于是，日元升值的经济效果，似乎就只存在会给出口产业带来损失的单一方面了。

由于这样的原因，抑制日元升值成为国内舆论的主流。本来应该是在生产者、特别是出口产业与消费者的权衡中，选择采取经济政策，但是现在却成了一边倒。如果采取了思考实验中提到的宏观经济政策，那么极有可能不会发生资产价格的异常上涨。

第6章
针对泡沫的经济政策

而随着资产价格高涨的弊端越来越明显，陆续出台。特别是当地价高涨成为极为严重的问题之后，日本开始实施了各种各样的土地对策和地价对策。本章我们将对这些政策作一个归纳总结。

从理论上说，控制资产价格的主要手段应该包括：（1）交易的直接控制；（2）金融措施；（3）税制。日本实际实施的政策，基本上也是按照以上顺序出台的。地价监视制度的导入与土地对策研讨委员会的咨询报告属于（1），不动产关联融资的总量控制与中央银行贷款利率的提高属于（2），而设立地价税、改革继承税、改革农地征税等有关土地税制的改革属于（3）。

在本章中，我们将首先叙述这些政策被采用的背景，介绍政策的主要内容，然后评价这些政策对治理泡沫的效果。

第一节　交易的直接控制

新设地价监视制度

针对地价高涨，最早采取的措施，就是通过国土法的修改于

1987 年新设的“土地交易监视区域制度”。

国土法，正式名称是国土利用规划法（国土利用計画法），是针对石油危机后的地价高涨，于 1974 年 12 月开始实施的法律。有关土地交易，修改后的法律新设立了两个制度。一个是在“管制区域”内，土地交易要获得都道府县知事许可的许可制度。另一个是即使是在“管制区域”之外，只要土地交易达到一定规模以上时也具有申报义务的“监视区域制度”。一旦被指定为监视区域，那么在此区域内参与超过一定面积（城市化区域是 2000 平方米）以上土地交易的企业和个人，具有事先把买卖预定价格等报告给都道府县知事（在政令指定城市是市长）的义务。知事除了可以对“不合理的高价交易”提出改正劝告外，对报告义务对象以下面积的土地交易也可以请求事后报告交易价格。

实际上，早在国土法修改之前，东京都就率先实施了《土地交易合理化条例》（「土地取引の適正化に関する条例」），指定了城市中心五区为监视区域。此后，管制逐步强化，从 1987 年 7 月开始，东京都的城市区部与都下的 13 个市已经全部被指定为监视区域；同时，即使是 300 平方米以上 2000 平方米不到的小额交易，也成了具有报告义务的对象。从 10 月开始，监视区域进一步扩大到了都内的几乎全部区域。

1987 年，这个制度被扩展到神奈川、千叶、琦玉等地。政令指定城市中，横滨、川崎、札幌也开始实施这个制度。在这之后，更多的地方自治体相继实施了这个制度。

监视制度是否有效

那么，监视区域制度，是否真正有效呢?

根据《国土利用白皮书》（『国土利用白書』）的评价，这个制度是有效的。在报纸等新闻媒体上，也有很多的评论认为监视区域制度是有效的，并要求采用与强化这一制度。

但是，我们不得不说其实际效果是值得怀疑的。首先，在多数情况下，监视区域制度是在地价上涨过了顶点之后才实施的。也就是说，即使不引入监视区域制度，地价也会自然趋于下降。此外，发生在近畿圈等地的监视区内地价反而上涨的现象，也说明这个制度不具备制止地价上升的能力。

即使说这一制度具有效果，那也是表面的效果。打个比方来说，通过管制平抑地价，就像是使用没有 38 度以上刻度的体温计。患者的体温没有超过 38 度，但这并不意味着病已经治好。因为地价是由土地供求决定的，只要不对土地供求采取措施，就不能真正解决问题。因此，地价的直接管制，至多只能是紧急避难对策。

进一步看，还存在极难判断“合理地价水平”的理论问题。正如在第 2 章和第 4 章中所论述的那样，即使是宏观的地价水平，使用各种各样的经济指标也很难确定其实体经济价格，何况是针对每一块土地进行准确的判断，这简直就是不可能。在监视区域制度的实际运用中，一般参照买卖案例价格加上任意的判断，设定指导价格。对于这种行政在没有明确标准的情况下，就

对个体交易进行的干预，我们不得不说是对自由经济原则的侵犯。

这样的措施被作为主要土地政策而获得好评，可见日本的土地政策“贫困”到了什么程度。

土地临调的报告

1987 年 8 月，中曾根首相（当时）就土地对策向临时行政改革推进审议会（行革审）进行咨询。接受咨询后，行革审设立了土地对策探讨委员会（委员长由大规文平会长担任）。这个委员会被称为“土地临调”。

委员会于 1987 年 10 月，归纳出了有关当前平抑以城市中心部为中心的地价对策的中间报告，提交给了审议会。其主要内容是，为了排除投机性的土地交易，必须：

（1）强化运用以国土利用规划法为依据设定的监视区域，推进同法规定的以土地交易许可制为内容的管制区域的指定准备工作；

（2）对不动产业者和金融机构进行彻底指导；

（3）在地价的异常高涨趋于稳定之前，原则上冻结旧国铁用地等国有、公有土地的出售。

经过了最终调整修改，审议会于 12 月向中曾根首相提出了行革审的中间咨询报告。

特别需要注意的是，这些内容无论哪一点都是直接管制对策。在这里，我们看不到把地价高涨看作是经济现象，从其产生根源上解决问题的任何思路。

而且，报告的主要内容，是以已经实施的对策为中心的。面对异常的事态，并不是想导入结构性的土地政策。我们不得不说，土地临调的报告对于此后仍然（在东京圈以外）继续上涨的地价，未产生任何的正面效果。

第二节　金融紧缩与总量控制

金融紧缩与股价下跌

广场协定以后，日元开始大幅度升值，日元汇率于 1987 年到达顶点。1988 年，汇率基本稳定在 1 美元 125 日元至 135 日元的狭小范围之内。进入 1989 年以后转向日元贬值的趋势，同年 5 月汇率接近了 140 日元。因此，汇率方面的金融紧缩限制开始取消。在国内，除了股价、地价持续上涨外，劳动力不足状况进一步恶化，人们开始惧怕景气过热。同时，原油价格也在不断上升。

在这样的背景下，日本从 1989 年 5 月开始转向金融紧缩政策。中央银行贷款利率从原来的 2.5% 首次提高到 1989 年 5 月后的 3.25%，并在此后的 1 年零 3 个月中不断提高，1990 年 8 月第五次提高后达到了 6% （参照第 4 章的表 4—3）。如第 1 章的图1—3 所示，这期间的长期利率也在上升。

这里值得注意的是，在上述金融紧缩过程中，地价抑制一直是金融政策的重要目标。1990 年 4 月《日银调查月报》（『日銀調查月報』）中登载了论文《日本近年地价上升的背景与影响》（「わが国における近年の地価上昇背景と影響について」），明确承认金融放松是地价上涨的原因。1990 年第 2 次提高利率时，也明确说明要把“金融市场的稳定”作为政策目标。这样的政策意图，是从未有过的。

正如后面的第 7 章将要叙述的那样，1990 年的股价下落，正是由于这次金融紧缩所引发的。

总量控制与地价下跌

到 1988 年为止的金融放松期间，曾经先后五次下达通知，要求金融机构自我控制可以诱发投机性土地交易的资金融资活动。到 1990 年，终于引入了对不动产业者融资的总量控制。所谓“总量控制”，就是要把金融机构向不动产融资的余额控制在一定的水平之内，具体来说，就是要把每四半期对不动产业的融资余额的增长速度，控制在总贷款余额增长速度以下。管制的对象中，除了全国银行之外，还包括信用金库、信用合作社、人寿保险、损害保险公司等。这种管制的实施，是自因“列岛改造热潮”而产生地价高涨的 1973 年以来，相隔 17 年后的第 2 次。其结果如第 5 章所示，融资余额的增长开始趋缓。

总量控制是控制以不动产业这一特定的产业为对象的金融机构的融资，所以可以认为是直接管制政策的一种。这种管制作为

行政指导来执行，本身就是一个问题。

但是，这是对宏观经济变量“融资总额”的控制，不是对个体具体交易的干预。而且，因为只是要求把对不动产业融资的增长控制在融资总额的增长速度范围之内，所以只是要实现不动产融资增长速度的平均水平化。从这个意义上说，干预造成的危害并不大。虽说监视区域制度和总量控制都是管制措施，都是临时性的特殊措施，但是两者之间具有很大的差异。

总量控制是控制支撑着地价高涨的土地交易资金的极为强有力的政策。这与对地价高涨的原因不采取任何措施，而只想操作表层的地价数据的区域监视制度根本不同。实际上，总量控制实施后，土地交易与地价的变动趋势产生了很大的变化。可以认为，形成股价下跌的契机是一般的金融紧缩政策，而形成地价下降的契机就是总量控制。

第三节　土地税制改革

对症疗法式的对策

针对地价高涨，日本也实施了税制方面政策。首先，在1987年新设了对超短期交易征重税的制度。接着，在1988年又原则上废除了居住用财产置换更新的特别优惠措施，新设了与法人土地

取得有关的借款扣除中损失金额算入的限制措施。

“置换更新特别优惠措施”，是指利用出售居住 10 年以上的住宅和宅基地而得的全部价款，购入新住宅、新宅基地时，不对原不动产的让与收益征税（正确地说，是延期征税）的制度。但是，如果购入价款小于出售价款，那么超出部分收益中减去必要经费之后的金额，同样需要交税。特别优惠措施的目的，是促使人们转换居住到更加宽敞的住宅中去。由于这被认为是造成城市周边地区地价上涨的重要原因之一，所以被废止了。

然而，上述措施是现在为止在地价高涨时期通常采取的措施。特别是让与收益征税制度，每次地价上升时就会被提出来，而当地价高涨结束后又会放松，就像猴子的脸一样容易变化。如果将有关“置换更新特别优惠措施”的历史变迁进行整理（表 6-1），很容易发现这是一个废止与恢复的循环过程。但是，正如在后面还要叙述的那样，强化让与收益征税到底能否解决土地问题，是值得怀疑的。

表 6-1　有关置换更新税制上的特别优惠措施的变迁

1、居住用财产（个人）

（1）1969 年修改

从 1970 年 1 月 1 日开始，废止居住用财产置换购买的特别优惠措施（1952 年创设）。

（2）1982 年修改

从 1982 年 1 月 1 日开始，仅对保有时期已经超过 10 年的居住用财产，恢复了特别优惠措施。

（3）1988 年修改

从 1988 年 4 月 1 日开始，原则上废止了特别优惠措施。仅保留对从父母那里继承取得、而且已经居住 30 年以上的财产适用特别优惠措施。

续表

2、营业用财产（个人和法人）

（1）1969 年修改

法人从 1970 年 4 月 1 日、个人从 1970 年 1 月 1 日开始，废止了一般营业用资产的置换更新特别优惠措施，创设了与国土政策和土地政策相一致的特定营业用资产的置换购买特别优惠措施。

（2）1982 年修改

从 1982 年 1 月 1 日开始，放松了长期保有土地等的判断标准，将“1969 年 1 月 1 日之前取得”修改为“拥有期间超过 10 年”。

（3）1986 年修改

对法人而言，从 1986 年 4 月 1 日开始，征税递延额缩减 2 成。

（4）1987 年 9 月修改

就个人而言，从 1987 年 10 月 1 日开始，征税递延额缩减 2 成。

（5）1991 年修改

从 1992 年 1 月 1 日开始，废止从长期保有土地到折旧资产的置换购买特殊措施。

资料来源：大蔵省『財政金融統計年報』。

走向真正的改革

如上所述，虽然采取了一些对症疗法式的措施，但是在税制调查会上，很多人都对把税制作为土地政策手段持否定的看法。随着社会对土地问题关心的提高，以日美结构改善谈判等为契机，这种态度终于发生了很大的变化。

日美结构改善谈判（SII：Japan－U．S．Structural Impediments Initiative Talks），开始于 1989 年 9 月。本来的目的是为了改善两国之间的贸易不均衡，但是在谈判中，美国方面就包括土地问题在内的日本经济结构与政策的各个方面提出了看法。就土

地问题而言，他们批判了监视区域制度，认为税制改革才是土地政策的根本所在，并提出了至少必须通过提高资产保有税负来减少土地作为资产保有的有利性的具体政策建议。可以认为，这次谈判中，美方对促使日本政府改变土地政策发挥了巨大的作用。

1989 年底，《土地基本法》（「土地基本法」）获得正式通过，明确了“对土地要适宜地采取合理的税制措施”的理念（第二章第十五条）。虽说土地基本法是所谓的宣言法，只是抽象地表明了政策的方向，但是其后政府实际上正是沿着这个方向制定政策的。

特别值得注意的是，政府税制调查会（政府税制調查会）的活动。1990 年 4 月，在其下设立了土地税制小委员会（土地税制小委員会），开始审议土地税制改革问题。同年 6 月，总结提出了题为“土地税制改革的基本课题”（「土地税制見直しの基本課題」）的中间咨询报告，一改原来的态度，认为“土地税制是解决土地问题的极为重要的手段之一”。在 10 月提出的最终报告中，正式提出了实施土地保有征税等政策建议。

这些政策的出台，与资产保有税负过低是日本土地问题的重要原因的认识密切相关。在日本，由于资产保有税负太低，对等待升值的土地保有起不到经济惩罚作用。提高资产保有的实际税负，就会减少仅仅为了等待升值而保有土地的现象，促进土地的有效使用。

实际实行的改革中，因为特别重要而不得不提的是地价税的实施与农地征税的强化。实施地价税的目的，是要通过提高土地保有的成本，减少土地的投机性保有，实现土地的高效利用。而

强化农地征税的目的，是为了促进城市化区域内的农地向宅基地转换。此外，还强化了对土地让与的征税。

下面，我们将分别概述上述各项改革的主要内容，并分析评价其经济效果。

地价税的实施

地价税，作为对大规模保有土地开征的新国税，是1992年4月开始实施的。作为地价税计税依据的土地价值估价，采用了计算继承税时的路线价。地价税的税率是0.3%（第一年是0.2%）。

地价税的非征税范围相当广。首先，自己居住住宅的宅基地是非征税的（只是，居住用住宅有两处以上时，只能有一处是非征税。还有，即使是只有一处住宅，超过1000平方米以上的部分也必须交税）。其次，租借住宅的宅基地也是非征税的。第三，1平方米的估价额在3万日元以下的土地，也不征税。

除此之外，因为“具有公益性”的理由，还有相当范围的土地属于非征税。农地、割草放牧地、森林、医院用地、养老院用地、药房用地、国公立与私立幼儿园用地、专科学校等的用地、铁路设施用地、港湾设施用地、仓库设施用地等，都因为这个理由而非征税。

基础免税扣除，可以采取金额标准或者是面积标准中较高的数额。金额标准是，个人以及中小企业法人15亿日元，其他法人10亿日元。面积标准是，1平方米估价额超过3万日元的土地面积乘以3万日元所得的金额。

以3万日元的单价来设定非征税部分与免税扣除部分，是地

价税的一个重要问题。由于采取了这项措施，只要单位面积估价额不超过3万日元，那么不管面积有多大都不征任何地价税。这对于在地方拥有广大工厂用地的大企业特别有利。实际上，除了东京圈和大阪圈之外，3万日元几乎等于单位土地的继承税估价的平均数。也就是说，拥有地方平均地价的用地时，不需要交纳地价税。这项措施，是与前面提到的“公益性”的非征税一起被提交给自民党税制调查会审议的。在审议的最后阶段，他们提高了单位土地的估价额。因此，实际实施的地价税的性质，与政府税制调查会考虑的原案相比，已经有相当的差异。

地价税的效果

从理论上讲，对土地保有的征税，将通过以下三个途径，影响地价。

第一，具有使地价降低相当于保有税现值（资本还原值）部分的效果。第二，促进土地有效利用所带来的效果。保有税负较低时，以等待升值为主要目的的土地低度利用或者不利用，可能比土地的有效利用更加有利。如果提高保有税负，情况就会发生逆转，从而能够促进土地的有效利用。由此可以增加土地的有效供给，降低土地利用收益，使得按照土地资本还原值计算的地价下降。第三，泡沫崩溃带来的效果。

但是，现实实施的地价税，由于其非征税范围极广、免税扣除部分巨大，实际征税税率极低，所以对土地保有的影响很小。

我们可以用一个假设的例子来说明这一点。假定，我们考虑的是关东地区的一个拥有1万平方米土地的中小企业。因为关东

地区的平均地价是 1 平方米 50 万日元，所以土地的总价是 50 亿日元。由于路线价仅相当于市价的一半，则实际计税估价额是 25 亿日元。减去中小企业的免税扣除 15 亿日元，则属于征税对象的估价额为 10 亿日元。税率为 0.3% 时的税额就是 300 万日元。但是，根据规定这可以作为法人税和事业税的税前成本处理，于是相当于可以使企业减少 300 万日元的税前所得，乘以法人税、事业税的实际税率 50%，则企业又可以减少 150 万日元的税负。因此，实际的税负也就是 150 万日元，对于土地市价额的实效税率仅有 0.03%。这仅仅相当于将固定资产税的实效税率恢复到几年前水平的效果。如此小的负担变化，要想影响土地保有的态度，自然很困难。

即使这个企业毫无现金收入，把土地的一小部分出售也完全可以支付上述税款。假定企业将保有土地的 0.5% 的 50 平方米售出，可得收入 2500 万日元。如果忽视让与征税等支出，并假定银行存款利率为 6%，则只要将所得的收入存入银行每年就可以获得 150 万的利息收入。以此利息足可以永久地支付上述的地价税款。因此，在这里地价税仅仅具有使闲置土地的 0.5% 转变为宅基地的效果。

继承税的改革

继承税的扭曲，也被认为是土地问题产生的原因之一。继承税的主要问题是，计税估价额（路线价）远低于市价的问题。路线价是以公示地价的 7 成为目标设定的，公示地价又只相当于市价的 7 成左右。因此，继承税的计税估价额仅仅相当于市价的 5

成。对于小规模的宅基地，还允许在此基础上再将计税估价额下降一半。

因此，考虑继承税时，将资产以土地的方式保有十分有利。借款购入土地时，借款是完全评价的，而土地资产则过小评价。这样，即使想要积极地减少继承的财产，也很容易办到。其结果是人为地制造了以土地作为资产最有利这样一种继承税上的偏差。

根据这样的认识，税制调查会建议提高路线价。于是，从1992年起路线价被提高到相当于公示地价的8成。作为改革的合理方向，这是值得肯定的。但是，由于同时强化了小规模宅基地的免税扣除等措施，抵消了提高路线价在消除土地继承有利性方面的作用。

此外，为了封杀节税对策，也实施了一些其它措施。具体包括限制养子的数量，以及继承开始前三年内被继承人获得的营业用不动产，不以继承税估价额而是以实际市价作为计税依据等措施。

强化农地征税及其效果

强化农地征税的目的，就是要促进城市化区域内的农地尽快地向宅基地转化。

城市化区域内的农地，原本应该与宅基地一样征税，但是，由于实际上其中的大部分仍然长期经营农业，所以就免除了纳税义务。就继承税而言，继承人继续经营农业时，超出根据农业投资价款计征部分的继承税，可以延后交纳，如果继承人连续20年

继续进行农业经营时，就可以免除。

以1991年度为限，日本废止了这些措施，而对于三大城市圈内特定城市的城市化区域内的农地，采取了以下新措施。在1992年末之前，将城市化区域内的农地区分“必须保护的农地”与“必须宅地化的农地”。就固定资产税而言，前者按照农地征税，而后者1992年后与宅基地一样征税。“必须保护的农地”，要指定为生产绿地，即使是将来也不允许转换为宅基地。就继承税而言，交纳延后的特例仅限定适用于在生产绿地区域内实行农业经营的土地（20年经营农业可以免除的制度被废止）。

这些措施的实施具有一定效果。但是必须注意，这不是因为固定资产税，而是因为继承税。因为固定资产税，即使按照宅基地同样征税，其实际税率也才0.06%。也就是说，完全按照宅基地同样征税，税负也仅上升到0.06%而已。如此微小程度的变化，能否影响土地保有的态度，是可想而知的。

与此相反，由于继承税的税负相当高，所以废除继承税的特例产生了相当的影响。但是，问题在于这种影响是逐步缓慢地产生的，最迟的时候，效果可能要到下一轮继承、即世代交替时才会出现。日本城市化区域内的农地，原本就以年率3%的速度减少。也就是说，如果经过30年时间，按照原有宅地化速度也会逐步实现宅地化。因此，如果考虑到被指定为永久生产绿地而不能宅地化的农地，全体农地的宅地化速度反而有可能下降。

有必要放松的让与征税

在土地税制改革中，与保有征税同样重要的是让与征税问

题。对于前者已经有很多的讨论，而对于后者则是在没有充分开展讨论的情况下得到强化的。但是，在这里我想指出，让与征税改革的方向，其实存在着很大的问题。

最大的问题是“冻结效果”。就让与征税而言，不管有多少升值收益，只要继续保有土地，就不需要交税。这抑制了土地出售，妨碍了土地交易的顺利进行，甚至成为土地有效利用的障碍。

要求强化让与征税的重要论据之一，是认为让与收益属于“不劳而获”，所以理应比劳动所得征收更重的税。其实，这种说法的成立，必须以卖方完全承担所有的税负为前提。但是实际上，让与征税是很容易通过计入价格而转嫁给买方的。因此，即使从公平的观点看，也不得不说强化让与征税的效果是有值得怀疑的。

还有人认为，从削弱土地作为资产保有的有利性、抑制土地投机的目的看，也必须强化让与征税。但是，如果考虑可以向买方转嫁让与税负的可能性，这种主张也是站不住脚的。在过去的日本，由于对土地保有征税的税率极低，为了削弱土地作为资产保有的有利性，可以采取的税收政策只能在让与征税上做文章。但是，在已经实施了地价税的今天，削弱土地作为资产保有的有利性的功能，就应该主要指望由地价税来承担。与此同时，让与征税则反而应该尽可能地减轻。

置换更新特别优惠措施

就让与征税而言，人们正在讨论是否需要恢复实施对住宅不

动产置换更新的特别优惠措施。如上所述，这个制度曾经被认为是使地价暴涨从城市中心的工商业用地扩散到郊外住宅用地的罪魁祸首，因而遭到废弃。

恢复这一制度是不动产业界的希望。从防止地价高涨的观点看，一般认为这是存在问题的。也有人认为，这种措施是对“大资产保有者的优惠措施”。我以为有必要冷静地思考这个制度的经济效果，并从公平的观点进行合理的评价。

首先，它到底是不是“地价暴涨的罪魁祸首”，就非常值得怀疑。因为，即使不存在这样的制度，在城市中心卖掉土地的人们也会进行住宅的置换更新。有人认为，是由于这一制度只有一年的适用期，导致了购买过急，因而买了高价。但是，即使是这样，我们也只需要将这一制度“一年以内”的适用期延长，使得更加慎重的置换购买成为可能就行了。

在另一方面，如果没有这一制度，则可能妨碍不动产的流动。根据现行制度，无论增值收益有多大只要你继续保有就不需要交税，但一旦出售就需要交纳土地让与税。在这样的情况下，如果没有住宅置换更新特别优惠措施，就必然会抑制土地销售，妨碍土地交易的正常进行，产生“冻结效果”。

当然，公平的问题也很重要。比较将资产作为住宅保有的人与（租用住宅）以金融资产进行储蓄的人，我们发现由于金融资产的利息是征税的，所以在对居住用财产进行特别免税扣除或者采取置换更新特别优惠措施时，前者就会更加有利。为了实现这两类人之间的公平，就有必要废除更新置换特别优惠措施。不仅如此，同时也有必要废止对居住用财产的特别免税扣除。

但是，也有别的公平问题。比较不需要置换更新住宅的人

（在一开始就住在满意的住宅里的人）和有必要进行住宅置换更新的人（因为工作调动需要搬家的人、或者认为购置新住宅比存钱获得利息更加合算的人），我们发现如果没有住宅置换更新特别优惠措施，后者就显得更加有利（需要说明的是，在现在，这种措施仅仅适用于继承得到的不动产。据说存在的理由，是因为继承得到的不动产大多价值很高，如果没有这种特别优惠措施，则税负太重。确实，继承得到的不动产往往比自己努力得到的不动产价值更高，但是因此而仅对此实施特别优惠措施，实际上是对“相对富裕的人”在税制上给予了巨大的利益，从公平的观点看，这是绝对不能容许的制度）。

解决上述所有问题的办法，是制定这样的制度，即定义居住用不动产和一定范围内的金融资产等为“免税资产”，不对这些资产之间的交易征税。在这样的制度下，住宅需要置换更新的人与不需要的人之间的不公平就得到了矫正。同时，无论是利息收益、有价证券的资本收益、还是不动产的资本收益，除了判断为免税资产部分之外，全部要交税。因此，拥有住宅的人与租住住宅的人之间的不公平也得到了矫正。此外，也防止了冻结效果。

现在，是我们废止对居住用不动产的特别免税扣除与较低的优惠税率（根据现行税制，对于居住用不动产的销售收益有3000万日元的特别免税扣除，让与收益6000万日元以内的部分适用所得税税率10%、居民税税率4%的优惠税率）的时候了。

人们一般认为，“在存在特别免税扣除的基础上再实行住宅置换更新特别优惠措施，完全是优待有钱人的做法”。但是，事实正好相反。因为如果对住宅置换更新实行了特别优惠措施，则对居住用资产的特别免税扣除和较低的优惠税率就成了不必要而应该

废止的措施。实际上，在特别免税扣除的情况下，居住用财产的让与收益中 3000 万日元以内的部分，是永远不需要交税的。于是，只要以一定的时间间距重复多次地获得让与收益，那么无论多少次都可以适用免税扣除。因此，就居住用不动产而言，许多情况下其资本收益完全征不到税。从“拥有住宅的人与不拥有住宅的人之间的不公平”的观点看，我们不得不说这是一个存在许多问题的制度。

根据美国的税制，对居住用不动产资本收益的征税，是在住宅置换更新时可以无限次缓交的。于是，一生之中只能有一次免税得到承认。在这种制度下，根据人生的不同阶段置换更新住宅就比较容易。退休后可以卖掉自己所有的住宅，以此而得的资金供老后生活使用。在日本，虽然也很希望存在通过将资产存量变换为现金流量以获得老后生活资金的机制，但是现在的让与征税体系，成了实现这一点的大障碍。

固定资产税

最后，我们讨论固定资产税问题。

地价税规定居住用土地和一定价格以下的土地是不征税的，所以其征税对象是有限定的。与此相反，固定资产税是对超过免征点的所有土地征税。因此，从普遍提高土地保有税负的角度看，较好的方法是强化固定资产税。此外，从拥护地方自治的观点看，对土地保有征税也更加适合作为地方财源。

但是，在现实中，日本的固定资产税负担极轻。固定资产税的标准税率是 1.4%，但是由于计税资产估价显著低于市价，所以

实效税率（对市价的税率）极低。以东京都为例，根据估计，固定资产税对市价的实效税率包括城市规划税也才 0.06% 左右。这明显低于世界其他国家的水平。1987 年在美国的加里弗尼亚州，发生了称为“纳税者反叛”的反税收运动。其背景之一就是当时加里弗尼亚州的固定资产税率相当高，已经达到了按照市场价格计算的税率 3% 的水平。即使在现在，美国的固定资产税率也相当高，多数城市达到了按照市场价格计算的税率 1% ~2% 的水平。

在税制调查会的咨询报告中，也认为有必要提高固定资产税的负担水平。但是，问题是其实现的可能性。强化固定资产税，最终必须依赖地方政府来实行。但是，因为强化固定资产税在政治上不受欢迎，所以在现实中实施非常困难。必须经过居民的直接选举而产生的地方行政长官，不仅不希望强化固定资产税，反而在积极地谋求减轻这方面的负担。从地方政治的现实来看，这种状况也许毫不奇怪。

此外，如果强化了固定资产税，则现行制度的矛盾和问题也会随之暴露出来。最主要的问题是，资产市价与计税估价之间的差距在不同地区之间相差很大。在东京都的核心地带，计税估价只有公示地价的百分之几。而在地方甚至存在计税估价超过公示地价的区域。而且，即使在同一个市町村中的估价也不平衡，据说甚至存在地区实力派居住的区域计税估价被压得特低的情况。现在，由于固定资产税负担很轻，上述问题才不至于引发尖锐的矛盾。如果提高了负担水平，人们就绝对不会对此漠不关心了。

但是，这样的扭曲是经过长时间的积累而形成的，想要纠正极为困难。对于固定资产税的合理化这样一个极为困难的课题，仅仅指出改革的必要性是不够的，更重要的是还必须明确提出在

现实的地方政治条件下如何实现这种改革的具体手段。

如上所述，土地税制的改革远没有完成。提高地价税的实际税率，强化农地征税，最重要的是实现固定资产税的合理化，以及为了消除冻结效果而必须放松让与征税，所有这些都是今后我们需要面对的重要课题。我们不能想像现行土地税制可以成为迎接 21 世纪的稳定税制。

第 7 章
泡沫的崩溃及其对金融系统的影响

进入20 世纪 90 年代后，日本经济开始面临泡沫经济的崩溃。既然泡沫经济的危害极大，那么泡沫的崩溃本来应该是我们所期望的结果。但是，由于在泡沫膨胀过程中金融机构卷入土地投机的程度很深，泡沫的崩溃给金融机构造成了庞大的不良资产。如何处理这些不良资产，将是日本经济在此后数年的最大课题。

在本章中，我们将首先概述股价与地价的下跌过程（第 1 节），然后推算泡沫崩溃后金融机构不良债权的规模（第 2 节），最后探讨应该如何来解决不良债权问题（第 3 节）。

第一节　泡沫的崩溃

股价的下跌

20 世纪90 年代初开始，出现了股价、债券、日元一起下降的

趋势。这被称为“三重贬值”。其中，特别是股价的下跌尤为显著。日经平均股价在 1989 年末达到 38915 日元的历史最高后，1990 年初开始暴跌，4 月跌到 28000 日元。在不足 4 个月的时间内，下跌了 10666 日元，下跌率为 27.5%。其后，虽然经过了一小段时间的稳定，但是，以 8 月 2 日伊拉克侵略科威特为契机，下跌速度进一步加快。东证一部上市公司的股票市价总额，由 1989 年 12 月的 590 万亿日元缩水到了 1990 年 12 月的 365 万亿日元。

人们一般都把 1990 年的股价下跌作为泡沫崩溃的起点。但是，必须注意 1990 年正处在金融紧缩时期，这期间股票的平均利润率从 0.4%上升到了 0.66%，利率则更大幅度地上升了0.3%。因此，1990 年的股价下跌，也可以解释为不是因为泡沫崩溃而是因为利率上升的结果。

然而，一旦股价开始下跌资金筹集成本上升，那么第 5 章里论述的依靠借贷与资产两方面同时增加的资本运营就无法再继续下去了。权益融资急速缩小，特定货币信托、基金信托等纷纷解约。20 世纪 80 年代后期接近 100%的企业借贷与资产的“重合”比率（相对于金融负债余额而言的金融资产余额的比率），下降到了 20 世纪 90 年代前期的 50%，20 世纪 90 年代后期又继续下降到 19%。同时，一旦地价到达最高点之后，则以投机为目的的土地交易就无法为继。因为借贷与资产两方面同时增加而深陷于不动产与股票投资的企业，也就走到了尽头。于是，泡沫就这样开始崩溃了。

1991 年股价基本稳定，但进入 1992 年后股价再次迅速下跌。东证一部上市公司的股票市价总额，在 1992 年 10 月末减少到了

280 万亿日元。

地价的下跌

1990 年下半年开始，地价也开始下跌。到 1991 年，下跌幅度迅速增大。根据 1992 年的都道府县地价调查，从 1991 年 7 月到 1992 年 7 月为止的一年间的地价下降率，东京都是 15.1%，大阪府是 23.8%，京都市是 27.5%（都是住宅地）。

第二次世界大战后的日本，地价上涨是一种正常趋势。到 20 世纪 80 年代为止，惟一的例外是 1975 年。这一年住宅用地的地价，东京圈下跌 11.5%、大阪圈 9.3%。但是，这是由于受到石油危机这样强烈的外部因素的影响，而不得不采取了强烈的总需求抑制政策的结果。因此，1991 年的地价暴跌，可以认为是日本经济史上的首次经历。

一居室楼房住宅、高尔夫俱乐部会员证等资产投机商品也开始降价。一居室楼房住宅曾被称为是“资本运营商品的代表”，一度曾经占了楼房住宅建设总数的 3 成。一直到 1990 年早春为止，都处于“建多少销多少”的热销状态。但是，从 1990 年夏天开始，完全销不动了。

在这种情况下，不动产开发企业开始陷入困境。1990 年 9 月，YITOMAN（イトマン）事件公开化。投资于度假村的企业也开始出现破产。例如，同年 11 月共和公司破产（负债 2000 亿日元）。

根据东京工商业研究机构（東京商工リサーチ）的数据，

1990 年企业破产（负债 1000 万日元以上的）6468 件，虽然破产件数与上年相比减少 11%，但是，负债总额达到约 2 万亿日元，比上年激增 62%。其中，特别是不动产企业的破产件数，达到 364 件，比上年增加 28%，负债总额 6600 亿日元，比上年膨胀 4 倍，达到历史最高值。

进入 1991 年后，NANATOMI（ナナトミ）公司（负债 2864 亿日元）、太平产业集团（负债 2000 亿日元）、OGISAKA（オギサカ）公司（负债 1543 亿日元）、MARUKO（マルコー）公司（负债2858 亿日元）等与不动产相关联的大型企业，相继破产。东洋信用金库的虚假储蓄事件的主角尾上缝被告所经营的高档日本饭店“惠川”，也因为负债 4100 亿日元而破产。

根据帝国数据银行（帝国データバンク）的资料，1991 年破产企业（负债 1000 万日元以上）的负债总额，达到创历史记录的约 8 万亿日元，是 1990 年的 4 倍。特别是不动产破产企业的负债总额接近 3 万亿日元。

这里值得大家注意的是，这些破产企业的大多数，是超出了主业而从事不动产投资的企业。YITOMAN（イトマン）公司是原本历史悠久具有实力的商社，因为利用借款进行了过大的不动产投资而破产。而共和公司，原本是钢筋加工制造企业，由于开发高尔夫场的失败而破产。

1992 年，企业破产件数继续增加，但是负债金额开始减少。根据帝国数据银行的资料，1992 年上半年企业破产（负债额 1000 万日元以上）6579 件，与上年同期相比显著增长了 39%，负债总额约 3 万亿日元，与历史最高的上年同期相比减少了 27%。这说

明，“泡沫型破产”（与股价、不动产投资等资本运营失败有关的破产）已经开始转变为通常的景气衰退时常见的“萧条破产”（由于销售、出口不畅等原因的破产），破产的内容也开始发生了变化。

金融丑闻

到 1991 年夏天，大量的金融事件与金融丑闻被迫暴露出来。

首先公开化的是证券事件。1991 年 6 月野村证券与日兴证券的社长，因为要为损失弥补问题负责而被迫辞职。所谓的损失弥补，就是当被称为“营业特金”的特定货币信托解约而造成损失时，由证券公司对大额投资者的损失进行弥补的事件。但是，不仅如此，更严重的是证券公司还曾经与黑社会组织进行了交易。这一丑闻的公开，影响更大。特别是野村证券公司，更是被怀疑为黑社会组织进行了东急电铁股份公司的股票操作。

这是与前一年被公开的 YITOMAN（イトマン）事件具有相同性质的事件。原本躲在社会阴暗处的黑社会势力，现在摇身一变而成为合法投资主体与企业的干部，开始可以明目张胆地进行公开的经济活动。泡沫经济的问题，在这里暴露无遗。

差不多同时，银行的问题也公开化了。1991 年 7 月，富士银行的虚假储蓄证明事件被曝光。紧接着，东海银行、协和琦玉银行（当时）同样的事件也被揭露。其后被发现并公之于众的日本兴业银行向大阪高档日本饭店经营者尾上缝的巨额融资事件，也与大阪东洋信用金库出具虚假储蓄证明的事件有关。

银行丑闻的不断曝光，说明银行的违章行为已经决不仅仅是

例外，在贷款竞争的压力下，违章已经达到日常化的程度。即使是在作为日本产业金融中坚的兴银这样的具有良好传统的金融机构中，与黑社会组织关系暧昧的一个人也向对方提供了巨额融资。从这件事的不正常程度，我们可以窥见 20 世纪 80 年代后期随意放贷情况的一斑。

土地政策的转变

根据资产价格下跌与实体经济增长趋缓的情况，金融政策从 1991 年 7 月开始转向放松。1991 年末，'解除了对不动产融资总量的控制，并第三次下调了中央银行贷款利率，进一步放松了金融政策。正如第 6 章所述，因为此前的土地政策主要是金融政策，所以土地政策也就从此开始大转变。

1991 年末，国土厅（国土庁）的地价趋势调查表明，地价开始明显下跌。从表面上看，总量控制的解除是在这种情况下决定的。然而，真正的理由却是，由于不动产业积压的大量土地无法处理而造成金融机构的不良债权问题，已经成为公开的事实。如果这种情况继续下去，不仅金融机构的利息收入将会减少，不良债权问题的进一步发展还将可能导致金融系统整体的混乱。政府正是担心出现这样的混乱而采取了行动。实际上，政府、自民党是在地价趋势调查结果公布的一个月之前，就已经决定了要解除总量控制。本来，应该是在地价趋势发表后通过分析与评价，才能对政策是否应该继续做出判断的。预先决定解除本身，明确地反应了优先考虑的是特定行业的特殊利益。

根据说明，中央银行贷款利率下调的目的是为了防止因为企业家信心不足而减少设备投资。但是，如我们将要在第 8 章中详细论述的那样，设备投资是存量调整的过程，即使利率下调也不可能立即回复。此外，也有人认为是为了照顾要求日本扩大内需的美国的面子。但是，金融放松通过汇率的下降反而会扩大日本的经常收支盈余，这种与美国的要求正好相反。从对外平衡的观点看，需要的是宽松的财政政策与紧缩的金融政策的宏观经济政策组合。因此，资本利率下调的首要目的，与其说是考虑了宏观经济运行，不如说是考虑了对不动产业与金融机构的救济。

股价、地价将下跌到什么程度为止

如上所述的资产价格下跌，特别是 1991 年 7 月以后的下跌具有一个重要特征，这就是价格下跌是在金融放松的情况下发生的。如第 2 章所述，如果现实的资产价格等于实体经济价格，那么利率降低会引起资产价格的上涨。这意味着，1991 年夏之后的资产价格下跌，确实是“泡沫的崩溃”（利率影响的是实体经济价格。如果存在泡沫，那么现实的价格要高于实体经济价格。因此，在泡沫崩溃过程中，即使利率下降，现实的资产价格也会下跌）。

如第 4 章所述，就 20 世纪 80 年代后期的资产价格上涨而言，经济学家之间是存在意见分歧的，有人认为这可以由经济结构的变化与金融放松而得到说明，也有人认为是存在泡沫因素。上述资产价格下跌的特征，再次证明后者的意见才是正确的。

那么，与长期均衡值相比，下跌后的股价和地价到底已经回复了多大程度呢？对此进行评价并不容易，因为我们不能确切地知道“均衡值”到底是多少。但是，进行大概的估计还是可能的。

为此，我们将再次借助第4章中用到的 e 值指标。从长期来看，e 值应该是基本稳定或者略呈上升的趋势。由图4—2可知，20世纪80年代后期，无论是股票、还是土地，e 值都远远地偏离了趋势值。但是最近，e 值已经逐步回复到了趋势值。这说明，泡沫确实已经崩溃了。

就股价而言，如果以20世纪80年代前期的水准作为均衡值，那么现在的水平基本上就相当于均衡值。但是与按照20世纪80年代前期的上升趋势的预计值相比，现在的股价水平已经过低三至四成。与此相反，地价则还有两成的下降余地（只是，因为这里所用的地价是公示地价，所以与市价相比存在对其变动过小评价的可能性）。

就泡沫崩溃而言，股票与土地之间之所以会出现如此的差异，是因为两者的市场结构不同。在股票的情况下，由于市场是完善的，经济形势、将来预测的变化都会敏感地反映在价格上，有时甚至反映过度。通过这种机制，股价就有可能下跌到均衡值以下。

与此相反，土地的流动性差，交易相对困难。即使价格下降时，股票也可以进行投机，而土地就很难。因此，特别是在下跌期间，地价的反应较为迟缓。

此外，即使从住宅价格与年收入的比率来看，地价也还处于较高的水平。如第4章表4—2与图4—1所示，东京圈标准住宅的

价格，还是超过了劳动者年收入的 8 倍。与 20 世纪 80 年代中期的 5 倍多相比，这个比率还是相当的高。

第二节　金融机构的不良债权

不良债权的规模：大藏省公布的数

资产价格的下跌，导致了极为深刻的“信用体系”问题，其中最严重的是利用金融机构借款进行的投机性土地交易的后处理问题。20 世纪 80 年代后期，不动产业者购入土地的大部分，是以转卖为目的的，而且是借款购入的。因此，地价下跌后，转卖无法进行，利息难以支付。这不仅压减了金融机构的收益，更严重的是产生了不良债权。因为即使将保有的不动产出售，也会因为土地的高价购入而产生销售损失。从金融机构的角度看，这种损失就是不可能回收的债权。

关于不良债权的总额，存在着各种各样的猜测。这些猜测进一步造成了 1992 年春天的股价下跌。针对这种状况，大藏省（大藏省）于 1992 年 4 月，提前公布了金融机构 1992 年 3 月的决算概要。根据公布的数据，城市银行、长期信用银行与信托银行的不良债权总额为 7～8 万亿日元，其中可能成为呆账的金额是 2～3

万亿日元[①]。其后，大藏省又向国会通报了更为详细的数量，即不良债权总额是79900亿日元，即使将担保物处理也无法回收的部分是25600亿日元。大藏省的意图是要强调，纯不良债权只有银行贷款总额的不到1%，从而不会对银行经营产生深刻的影响。但是，实际上，银行股票的下跌并没有因为数据公布而停止。

因为上述信息公开，并没有说清不良债权问题的全貌。第一，不良债权仅仅被局限于上述范围的金融机构，而不是全部金融机构（大藏省认为地方银行、第二地方银行的不良债权很小，还不至于成为问题）。第二，仅仅将对象限定为已经成为不良债权的显性化部分，而不是全部的不良债权。非银行金融机构、不动产业者无法支付利息的情况，相继发生在1991年下半年，在1992年3月的决算中许多不良债权还没有真正显现出来。可以肯定的是，如果考虑潜在的不良债权，那么不良债权的总额一定要比公布数据大得多。

实际上，大藏省于1992年10月公布的9月份中间决算中，不良债权的总额已经有相当的增加，前面提到的21家银行的合计不良债权总额增加到了12.3万亿日元，担保无法保证回收的部分也扩大到约4万亿日元左右。但是，这也不是最终的数字。所以，有必要搞清楚不良债权最终到底会扩展到多大的规模。

---

① "不良债权"的模糊定义，造成了理解混乱。根据最广义的概念，不良债权应该包括：(1) 经营不善企业；(2) 延误6个月以上未支付利息的企业；(3) 要求减免利息企业的全部债权。进一步细分，还有扣除担保前（毛值）与扣除担保后（净值）的区别。大藏省1992年4月公布的是，包括上述所有内容的毛值与净值。

不良债权的规模：潜在总额的推算

不良债权的规模推算可以依据的直观标准之一，就是第5章中进行的不动产业土地交易分析。如表5—7所示，从1985年到1989年的5年间，土地购入总额为28.6万亿日元。可以认为，这几乎都是利用借款来购入的。当然，这一部分不是全部成为不良债权。但是，根据这一时期的土地购入大多是作为资产投资、而且一般都是高价购入这两点来判断，肯定是存在问题的融资这一点不会错。还有，在这一时期的不动产业投资中，不仅是土地投资，而且建筑等方面的投资也存在问题。

在不动产投资中，一部分融资是可以通过担保处理来回收的，所以我们需要推算的是扣除了担保后的净不良债权。假定上述土地全部通过市场来处理，那么就要推算市场处理价与购入原价之间的差额损失到底有多大。

为此，首先必须知道销售可能的价格。这个价格不一定就是现在的地价。因为地价泡沫还没有完全消灭殆尽，如果出现大量的销售，地价还会进一步下跌。“理论地价”（收益还原地价）的推算非常复杂。这里，我们参照第1节中的论述，简单假设这个地价比东京都1992年的基准地价还要低2成。

另一方面，我们认为现实购入地价，应该高于公示地价。在地价上升期间，公示地价一般只有现实地价的7成左右。倒推过去可得，现实地价是公示地价的1.43倍。表7—1的“推算现实地价”栏的数值，就是利用上述方法推算的东京都住宅地现实地价

的估计值（1983 年为 100 时的指数）[①]。由表中可知，1986 年以后购入的土地，如果现在处理就会产生损失。为了简化计算，假定所有的土地都在东京都购入，那么利用表 7–5 中推算的不动产业每年的土地购入额（表 7–1 的“推算 1”），可算的购入土地处理的损失额约在 10 万亿日元左右。这就是金融机构回收不可能的最大不良债权规模的一个直观标准。

表 7–1　土地销售损失额的推算

年　份	推算现实地价	土地购入额		销售收益	
		推算 1	推算 2	推算 1	推算 2
1985	156.1	5	5	0.46	0.46
1986	201.6	2.8	9.4	–0.43	–1.44
1987	323.4	15.5	1.9	–7.32	–0.89
1988	391.7	–2.3	2.4	1.39	–1.35
1989	378.4	7.6	8.4	–4.17	–4.61
1990	378.0	–0.4	–2.1	0.21	1.15
1985—1989 累计		28.6	27.1	–10.17	–7.85

注：1.“推算 1”＝不动产业土地购入额的推算。“推算 2”＝向不动产业融资－不动产业土地之外的投资。参照表 5–8。

2.推算现实地价，假定是东京都住宅用地公示地价的 1.43 倍（=1/0.7）。这里的公示地价，是以 1983 年为 100 的指数。

3.销售的可能价格，假定是 1992 年 7 月基准地价的 8 成。以上面所说的指数来表示，相当于 170.6。

在利用上述推算数额时，需要注意以下几点：第一，这里担保价值比率是以当时地价的 100%计算的。但是，通常担保的价值

① 一般认为，“顶峰时的推算现实地价，大约是 1992 年基准地价的 2 倍左右。1992 年夏天的推算现实地价相当于 1992 年基准地价的 8 成左右”。这与我们在这里的假定基本相符。

比率要低于这个数（实际上超过100%的情况也存在。特别是通过非银行金融机构的贷款，这种情况较多）。第二，大阪地价中的泡沫成分更大，所以损失额也更大。第三，1985 年以前购买的土地会产生销售收益，所以综合计算时，损失要小一些（只是因为购入额较小，所以销售收益总额也不大）。

还需指出，以上推算的是与不动产贷款相关联的部分。不良债权还会因为其它的原因而发生。特别是，非银行金融机构的资金运用中除了不动产贷款之外，还包含了其它有问题的部分，所以不良债权的数额可能比这还要多。

由于股价下跌而降低的银行应变能力

如此巨大的不良债权，金融机构实际上能否自行处理呢？

首先，以上推算的不良债权数额，绝不是一个小的数额。实际上，与全国银行的坏账准备金 1992 年 3 月为 4 万亿日元相比，这是一个相当大的数额[①]。因为全国银行的业务净收益 1991 年度决算为约 3.7 万亿日元（11 家城市银行约为 1.9 万亿日元，参见表 7–2），所以即使将其中的一半用于不良债权的处理，至少也需

---

① 银行的贷款坏账准备金中，包括：（1）根据债权总额的0.3%，义务提取的"（一般）贷款坏账准备金"；（2）破产与回收长期化被确定时，经过大藏省承认提取的"债权偿还特别核算准备金"；（3）特定海外债权核算准备金。在税法上，（1）的全额和（2）的一部分，可被作为亏损金额处理。此外部分，必须作为征税收入计算。

全国银行拥有贷款坏账准备金的总额，约4 万亿日元。其中，贷款坏账准备金为 16000 亿日元，债权偿还特别核算准备金 16000 亿日元左右，特定海外债权核算准备金余额 8000 亿日元左右。

顺便指出，银行界正在要求将贷款坏账准备金的免税范围扩大到0.5%。

要5年的时间[①]。

表7-2　城市银行、长期信用银行、信托银行业务净收益的变动

单位：亿日元

年　份	城市银行	合　计
1983	11,616	14,746
1984	11,081	14,750
1985	11,082	16,419
1986	16,457	26,353
1987	19,449	30,993
1988	20,774	31,625
1989	15,067	22,365
1990	14,620	18,769
1991	19,225	24,323

注：1.“合计”栏是城市银行、长期信用银行和信托银行的合计数。

2.1988年以前为营业净收益。

资料来源：大蔵省、日本銀行《日本銀行月報》1992年9月。

但是，可用来偿还不良债权的资金来源不仅仅限于此。在日本，股票溢价也被看作是事实上的贷款坏账准备金。

这是相当大的数额，仅城市银行、长期信用银行和信托银行的有价证券溢价，1992年3月末就达到17万亿日元左右（参照表

① “业务净收益”，是指反映银行主业收益的决算项目里，从资金运用收益与手续费收入、外汇买卖收入等中，减去人工费用等费用、贷款坏账准备金之后得到的营业收益，加上债券处理损益，然后再减去特定货币信托（特金）运用收益之后的收益。

营业收益一直都是判断银行业绩的重要指标。但是其中包含了特定货币信托（特金）运用的收益等部分。因为在银行中，可以利用特定货币信托（特金）销售股票，使得溢价表面化，由此可以人为地造成营业收益的虚假膨胀，所以从1989年决算开始，将业绩反映指标，改为采用业务净收益。

7–3）[①]。如果利用它来处理不良债权，那么前述不能回收的损失数额应该可以得到处理。这说明，即使不能回收的损失数额接近于前述的最大规模值，金融体系全体也还是完全可以承受的。

表 7–3　城市银行、长期信用银行和信托银行有价证券溢价的变动趋势

单位：亿日元

年/月	城市银行	长期信用银行	信托银行	合　计
1986/3	163, 644	48, 884	46, 386	258, 914
1987/3	249, 239	82, 349	71, 778	403, 366
1988/3	296, 989	92, 073	84, 789	473, 851
1989/3	340, 579	110, 497	102, 634	553, 710
1990/3	283, 755	82, 210	81, 247	447, 212
1991/3	222, 002	63, 970	63, 609	349, 581
1991/9	189, 187	57, 154	54, 132	300, 471
1992/3	108, 249	33, 752	30, 702	172, 703

注：1989 年为止，是各年的年末数。

资料来源：大蔵省、日本銀行《日本銀行月報》1992 年 9 月。

① 所谓有价证券的溢价，是指股票等有价证券的账面价值与时价之间的差额。因为在日本的会计制度中，资产评价的基本方法是原价主义，所以不能计算未实现的利益。因此，仅仅观看有价证券报告书，不可能了解股票等的溢价。从 1991 年 3 月的决算开始公布各一般企业与金融机构拥有有价证券的溢价。

股价高时，溢价极为巨大。因为银行为了加强与客户企业之间的关系，一般都拥有企业发行的大量股票。根据 1989 年 9 月的中期决算，城市银行、长期信用银行、信托银行等股票溢价合计达到 622300 亿日元，约占东京证券交易所上市公司发行股票时价总额（约 590 万亿日元）的 10.5%。

其中，城市银行 13 家合计约 388000 亿日元，长期信用银行 3 家 118000 亿日元，信托银行 7 家约 115000 亿日元。

此外，人寿保险公司 25 家的溢价，在 1989 年 9 月超过了 50 万亿日元。1990 年 3 月末是 36 万亿日元左右。最大 8 家 1992 年 3 月末的溢价是约 84000 亿日元。据说，如果平均股价降到 12000 日元以下，那么这些大公司的溢价都将降为零。

但是，这里必须注意：第一，溢价受到股价的影响。实际上，城市银行、长期信用银行、信托银行的有价证券溢价，如表7—3所示，1989年3月约55万亿日元。仅就城市银行而言，有价证券溢价，在1989年3月曾经达到34万亿日元，到1992年3月下降到10.8万亿日元。如果日经平均股价降到17000日元，则溢价将减少到8万亿日元左右。如果股价继续降到15000日元，则溢价将继续减少到3.7万亿日元；降到13000日元的话，溢价就接近于零。第二，如果要想实现溢价而出售股票，那么股价存在进一步下降的可能性。

也就是说，股价下跌带来的一个大问题，减少了有价证券溢价，从而降低了金融机构的应变能力。如果不能有效地应对不良债权，金融机构的破产就会成为现实。控制不好还会危及整个信用体系。对信用体系的不信任又会引起股价的进一步下跌。从而可能产生由不信任到恐慌的恶性循环。1991年8月，当股价降到14000日元时，不得不直接对不良债权问题进行正面处理，其理由就在这里。

“日本型救济”的限度

不良债权的处理，才刚刚开始。要完成这一任务，大概需要几年的时间。在这一过程中，最严重的问题是金融机构之间的差距。据说，在一些中小金融机构，股票溢价已经是零，或者甚至已经成为负数。如何面对这样的情况，将是一大课题。

传统的方法是在大藏省、日本银行的斡旋下有关机构协作分担责任，共同避免陷入困境的中小金融机构破产。东洋信用金库

的救济，就是一个具体的例子。正是这样，才维持了“在日本金融机构从不破产”的神话。

这种“日本型救济措施”，就抑制社会混乱、降低直接成本而言，值得给予一定的肯定。但是，也存在一些问题：第一，信用秩序的维持与金融机构自我责任原则的平衡问题。在东洋信用金库的案例中，由于将负担分散到了没有直接经营责任的关联金融机构，使得经营责任原则变得很暧昧。第二，这样的方法今后并不一定能够继续下去。据说大规模的金融机构，也对通过合并来救济破产的金融机构的方法，显得越来越消极。第三，金融机构始终不能摆脱依赖大藏省与日本银行的性质。从长远的角度看，这将进一步强化大藏省与日本银行的干预。不得不说这是与金融自由化的大方向背道而驰的。

因此，今后，也许需要确立以金融机构破产为前提的更加明确的处理方法。作为准备，有必要预先建设“危机管理”体制，以解决储蓄保险能否经受得住考验、超过了保险限度的储蓄者应该怎样救济等问题。

第三节　金融危机如何来克服

确立原则是当务之急

克服上一节所论述的金融危机，是实现向“泡沫后经济”软

着陆的必要条件。不良债权问题是一个大问题，人们为由此产生的影响而深感不安。到底应该如何来处理这一问题、处理这一问题又需要多长的时间呢？作为日本经济史上前所未遇的问题，确实尚有许多具体细节有待于探明。

首先必须确立进行不良债权处理时应该遵循的原则，在这里我想强调以下三条：

第一，要定量地把握问题。必须正确了解不良债权的数额、问题关键所在等具体细节。就此而言，银行与金融管理政府部门的信息公开责任巨大。

第二，要确立成本负担原则。在处理不良债权时，谁来承担处理成本，是非常重要的问题。就此而言，应该在信用秩序可以维持的范围内，最大限度地要求出问题的金融机构承担自我责任。

第三，要排除对金融放松的过度依赖。泡沫的清算，将使有关的金融机构面临巨大的困难。因此，可以预见这些金融机构一定会提出进一步的金融放松要求。但是，不能由此使得经济政策本身产生扭曲。此外，对策也不应该是向后看的救济，而应该是积极向前的措施。

下面，我们将针对以上三个原则，依次做更加详细的论述。

定量把握：信息公开的必要性

就金融机构的不良债权而言，存在着各种各样的数据和传言。不能否认，这些信息加剧了人们的不安。只要不能定量地把握问题，我们就不能确立适当的对策。这是克服泡沫后遗症的出发点。

在本章的第2节中，我们提供了一个推算，但这也仅仅是一个推算而已。只要金融机构与政府金融管理部门不公开信息，我们就无法知道确切的数字。

在美国，不良债权信息是银行信息公开的核心内容。在日本，银行没有这种公开义务，要求公开的仅仅是坏账准备金的余额而已。到现在为止，银行以各个银行对“不良债权”的定义不统一，有招致无谓信用恐慌的可能等为理由，拒绝公开有关的信息。在社会舆论的强大压力下，全国银行协会（全国銀行協会連合会）为了公布不良债权已经开始探讨制订相应的标准。1992年3月，各银行并没有公布各自的数字，只是由大藏省公布了所有银行的加总数字。1992年9月的年中决算时，也采取了同样的公布方式。

有人认为公布之后可能招致不安，但是，掩盖起来让人们疑神疑鬼更会加剧不安，无凭无据的谣传也会扰乱市场。人们对于越是看不到的东西越是担惊害怕。我们不能否认，1992年4月左右的股价下跌，部分的起因就是在这样的背景下，银行危机的谣传被有意识地流传的结果。为了明确泡沫清算的未来预期、消除人们对未来前景的不透明感，必须要求银行积极地公开有关的信息。可以说，公布不良债权已经成为社会对银行要求承担的最大的社会责任。

泡沫清算成本的负担：自我责任原则

在泡沫清算过程中无论怎样困难，也必须由不动产业者与金

融机构来负担相应的成本。因为，泡沫是追求利益的投机行为的后遗症，所以贯彻由当事者来负担成本的“自我责任原则”，应该是理所当然的。

但是，这样是否就意味着我们可以不采取任何措施了呢？当然不是。因为金融系统是建立在信用基础上的，一个金融机构破产后其它金融机构的储蓄者也会因为担心而都去提取存款，这样就可能出现挤兑现象，不能否定最后有可能发展成为全面的信用恐慌。如果信用体系出现问题，那将导致经济混乱，引发极为严重的问题。

因此，在坚持自我责任原则的同时，还要采取措施防止发生金融混乱。这是相当困难的课题。此外，也有可能出现使金融机构破产后处理需要花费的成本比不破产时更大的情况。如下所述，在美国，为了处理储蓄金融机构的破产，所需的资金数字是天文学的规模。因此，必须事先对负担将会有多大，进行推算与评价。

美国与英国的事例

作为由不动产投机的失败而使金融机构陷于危机状态的事例，我们可以列举 20 世纪 80 年代的美国与 20 世纪 70 年代的英国。在这两个事例中，公共部门的干预方式完全不同，两者形成了鲜明的对照。

在美国，20 世纪 80 年代出现了大量金融机构破产的状况。破产率特高的是储蓄贷款合作社（S&L），仅 20 世纪 80 年代后期的破产件数就超过了 800 家。不动产融资的呆账是导致破产的直

接原因。不动产萧条特别严重的得克萨斯州，超过200家的S&L中，有6成以上被迫破产。为此，承担S&L储蓄担保的美国联邦储蓄贷款保险机构（FSLIC）基金，也在1986年使用完毕，到1988年末形成了300亿美元的巨额债务出超。

因此，美国联邦政府在1989年制定了救济法，开始整理经营破产的机构，重建储蓄保险机构与储蓄金融机构全体。根据救济法，为了出售与清算经营破产的S&L，设立了整理信托机构(RTC)。

根据预算说明书，与银行与S&L的储蓄保险有关的财政支出，1992年（1991年10月~1992年9月）约800亿美元，相当于财政赤字约4000亿美元的大约2成。其中，404亿美元是给RTC的。根据议会预算局（CBO）的试算，今后30年间需要的救济资金，包括利息负担在内，总额将达到2740亿美元（约合34万亿日元）（也有推算说需要5000亿美元的）。

以储蓄保险保障为背景，S&L吸收高利息的储蓄，并将这些储蓄运用于商业不动产、垃圾证券等风险很大的对象，造成了经营不善。由于存在储蓄保险，S&L没有在事先采取任何防止破产的措施，所以在后处理中才需要巨大的财政负担。

在英国，20世纪60年代后期至20世纪70年代前期，出现了不动产热，地价上涨了2~3倍。但是，1973年末开始地价转而急剧下跌到只有原来的一半，这使得积极进行不动产贷款业务的，被称为第二银行（secondary banks）的新兴中小金融机构陷入了经营危机。面对这些金融机构发放贷款的商业银行也

受到波及，出现了经营恐慌[①]。

对此英格兰银行（BOE）采取的对策，被称为“救命船队战术”，是由 BOE 与大银行共同提供总额为 13 亿英镑（GNP 的 2%）的资金，给 26 家非银行金融机构，因此避免了信用危机。

事后，英格兰银行（BOE）这样描述道，“与放任危机发生所产生的混乱以及收拾混乱的成本相比，救济成本简直是不可比拟的便宜。”

债权收购公司及其评价

在 1992 年 8 月整理完成的“当前金融行政管理的基本方针”，以及其后的“综合经济对策”中，作为金融体系稳定化的对策，提出了设立担保不动产收购机构的设想。其目的在于通过收购作为不良债权担保的不动产或者债权，明确不能回收的不良债权数额，同时促进不良债权的偿还。因为银行的不良债权问题是 1992 年以后股价继续走低的重要原因，所以，股票市场对以上措施有好的评价，从而股价有所回复。

10 月末，由三菱银行为中心，整理发表了“收购公司”案。

这个方案的主要内容包括，（1）收购对象不是不动产本身，而是不动产担保债权。（2）与不动产一样按照市价计算收购。收购价格采取不动产估价师估价与价格审定委员会（価格判定委員会）审查的双重检查方式来确定，等等。

---

① 《1970 年代初頭における英国中小金融機構の経営危機（Secondary Banking Crisis）について——不動産融資と中小金融機構の破綻》《日本銀行調査月報》1990 年 1 月.

方案还决定不依赖公共资金，“债权收购所需的资金（包括各种费用）由希望出售债权的金融机构自己融资解决”，以强调“自我责任的原则”。

这个方案是有问题的。首先在于收购规模多大不明确，如果规模过小，对不良债权问题的效果也不会大。到底要收购什么样的债权也不明确。

其次，在于收购的不是土地本身而是债权这一点。据说这是考虑了不动产取得税、地价税等税收方面的问题后选择的方法。但是，债权收购后，土地本身不可能得到利用，也就无法促进土地的有效利用。还有，将来土地怎样处理也不明确。土地的处理是否由公司来进行、以什么样的价格卖给谁、债权如何管理（因为是不能获得利息收入的债权，所以只是保有而已，不会带来任何收入）等都是需要进一步明确的问题。

不良债权的征税规定

在收购公司构想中，是否使用公共资金成为人们议论的重大问题。但是，实际上更大的问题应该是征税上的处理规定。

法人税规定，（1）当接受融资的企业因为适用公司再生法等，剥离了全部或者部分债权时；（2）当从债务承担者的资产状况与支付能力等方面看，贷款不可能回收时，都允许将不良债权的损失作为亏损处理。但是，当接受融资企业没有破产而继续存在时，是不能将之作为亏损处理的。如果对于无法支付利息已经成为不良债权，而且接收融资的企业经营状况看不到任何好转的情况，也不能作为亏损金额来处理，这就将产生各种各样的不协

调问题。因此，即使是在接受融资企业的债务出超长期持续存在、企业经营也看不到好转的情况下，债权者也可以设立“债权偿还特别核算（債権償却特別勘定）”，在一定的范围内顺利地处理坏账。

转入特别核算的债权，在一定的条件下可以认定作为亏损金额来处理。然后，在亏损实际确定时进行清算。也就是说，承认将亏损金额在较早的时点预先算出，并据此预先作为亏损来处理。这被称为“无税偿还”。

就这一点，“综合经济对策（総合経済対策）”认为，“根据金融环境的变化，为了迅速而切实地处理金融机构的不良债权问题，在税务处理上应该根据具体情况灵活进行”。因此，无税转入债权偿还特别核算的债权对象扩大了。首先，债务出超期限从“两年以上”缩短到了“一年以上”。其次，贷款中所占的预计无法回收部分的比例也从“50%以上”放宽到了“40%以上”。

承认无税偿还，大大减轻了金融机构的处理成本。例如，假定需要偿还100亿日元的不良债权。如果对此没有任何税收上的优厚措施，那么由此就会使税后利润减少100亿日元。但是，如果承认可以进行无税偿还，那么在计税时，这100亿日元就会被作为成本。因此，征税所得就可以减少100亿日元。因为法人税、事业税的实际负担率大约在50%左右，所以税负大约就可以减少50亿日元。因此，即使偿还不良债权，税后所得也才减少50亿日元而已。也就是说，实质处理成本成了50亿日元。

并且，这仅仅是当前效果，还不是最终效果。假定接受融资的企业4年后破产，根据担保处理发生了100亿日元的无法回收

款。如果不使用债权偿还特别核算，那么在这一时点，才会被认定有100亿日元的损失金额，税收负担减少50亿日元。而使用特别核算的效果，就相当于提早4年减税的效果。也就是说，与获得50亿日元的无息贷款相同。由此得到的利益是4年的利息，假定市场利率是5%的话，就是10亿日元。

巨额的公共支援

这次公布的收购公司构想中，给予了极为优惠的征税措施。原来有限制认可的“债权偿还特别核算”，对于利用这种制度的银行来说，变成了没有任何限制。也就是说，如果银行出售债权，那么由此产生的销售损失，可以作为亏损金额预先得到处理。

假定存在债权的买卖市场，以市场上客观决定的价格出售债权时，将实际亏损金额当作成本来处理是理所当然的。但是，这次的措施在以下几点上与此不同。也正因为如此，这才被称为是特别的优惠措施。

第一，价格不是收购机构在收购债权时决定的价格，而是要根据以后担保不动产实际处理时的情况进行调整。也就是说，债权收购价格仅仅是临时预计价格而已，与正常买卖时的价格完全无关。

第二，如上所述，收购所需的资金由银行自身负担的问题。也就是说，请你利用自己的资金来收购，实际上什么也没有动。也就是说，所谓的“收购”仅仅是一种虚幻而已。

第三，虽说是利用双重制度来检查价格，但是这也不是由多

数市场参与者进行客观地定价而形成的市场价格。因此，不能完全排除随意性。

问题在于上述意义上的“亏损”，是在征税时认可的亏损。虽说这项措施的实施不会改变原来的税务处理方式，但是，随着收购公司的设立，相当于仅对银行扩大了无税偿还的范围。这是无法否认的事实。

因为这样，当初庞大数额的税收就减少了。这就成为一般纳税者的负担。也就是说，银行不良债权的偿还是以纳税者负担增加为代价的。假定收购了 3 万亿日元不良债权，损失是其中的三分之一的 1 万亿日元，那么根据已经叙述的理由，收购当时就相当于减少了 5000 亿日元的所得。仅就实质负担的利息部分来看，假定确定为止需要 4 年的话，就是 1000 亿日元。

除此之外，还有其它的税收优惠措施。这就是“为了支援非银行金融机构而进行的经济转移，在金融机构方面被可以作为亏损金额，而在非银行金融机构方面不作为收入所得”的，所谓的有关“非银行金融机构支援亏损”的处理规定。这也被认为可以按照现行税务处理规定来处理，但是，将它与以学术研究等为目的捐赠款在征税方面受到的冷遇相比，总是令人觉得不快。

当然，金融机构与一般产业不同，承担着避免信用危机的重要任务。但是，本次收购公司的设想，即使从这个角度看也很难说是合理的。因为可以利用这个机制的只有大银行，缺乏资金余裕与偿还能力的中小金融机构是很难利用的。但是，不良债权问题真正深刻的，正是这些中小金融机构。

排除对金融放松的过度依赖

在第2节中，我们论述了“能否克服金融机构不良债权”的问题。但是，其答案实际上会随着金融政策的状况而在相当程度上发生变化。金融越放松，不良债权的处理越容易。

第一，不良债权的数额会缩小。因为如果利率下降则收益还原地价上升，拥有不动产的销售损失就可以缩小。第二，随着股价回升，金融机构股票溢价增加的可能性也就增大。第三，至少在短期内，由于筹资利率下降，利差扩大，金融机构的收益会好转。

因此，随着不良债权处理的开展，对金融放松的要求将进一步增强。至少，这会成为金融紧缩的巨大障碍。1992年春天，不良债权问题被刻意强调的一个重要理由，据说就有银行股票投机性交易的存在。当然，也无法否认由于存在对金融恐慌的危机感而想促进实现金融进一步放松的想法。

但是，金融放松的成本是要由全体国民，特别是由消费者来承担的。第一，利息收入将减少。家庭的利息收入在1990年约为32万亿日元，如果利率降低至1%，则利息收入最终要减少约5万亿日元左右，家庭可支配收入要减少2%左右。第二，引起日元贬值，使得消费者物价上涨。第三，抑制地价下跌，增加需要住宅者的负担。如上所述，金融放松是通过把成本转嫁给一般国民、而对不动产业与金融机构给予援助的措施。对于今后进一步的金融放松，有必要从这样的观点，进行认真审查。

第 8 章
资产价格变动与实体经济

现在为止的论述，我们关注的是资产价格本身的变化。那么它与实体经济之间的关系如何呢?

一般来说，随着存量的积累，资产价格的变化对经济活动产生巨大影响的可能性也随之增大。有人认为，20 世纪 80 年代后期的景气扩大，是由于股价、地价等资产价格的上升所牵引的，也就是说“大型景气是来源于泡沫的恩泽”。所以，资产价格的下跌，加速了实体经济的后退，导致了结构性萧条。

这样的见解到底是否正确呢？这个问题的结论，对于今后经济政策的选择具有非常重要的意义。本章就要讨论这一问题。

第一节　资产价格上升与大型景气

大型景气

克服了日元升值萧条之后，日本经济从 1986 年 12 月开始进

人扩展局面，大约连续4年持续扩大，形成了超过“岩户景气(岩戸景気)”（1958年6月至1961年12月，共42个月）的战后第2位的长期景气〔战后最长的景气是1965年10月至1970年7月为止的57个月的“YIZANAGI（いざなぎ）景气”〕。

增长最显著的是住宅投资，在1988年至1990年的3年间大幅度增长。新建住宅动工户数，1984年之前一般在年均120万户稍少一点，但是在1987年至1990年的3年间每年都超过了160万户的水平（图8–1）。

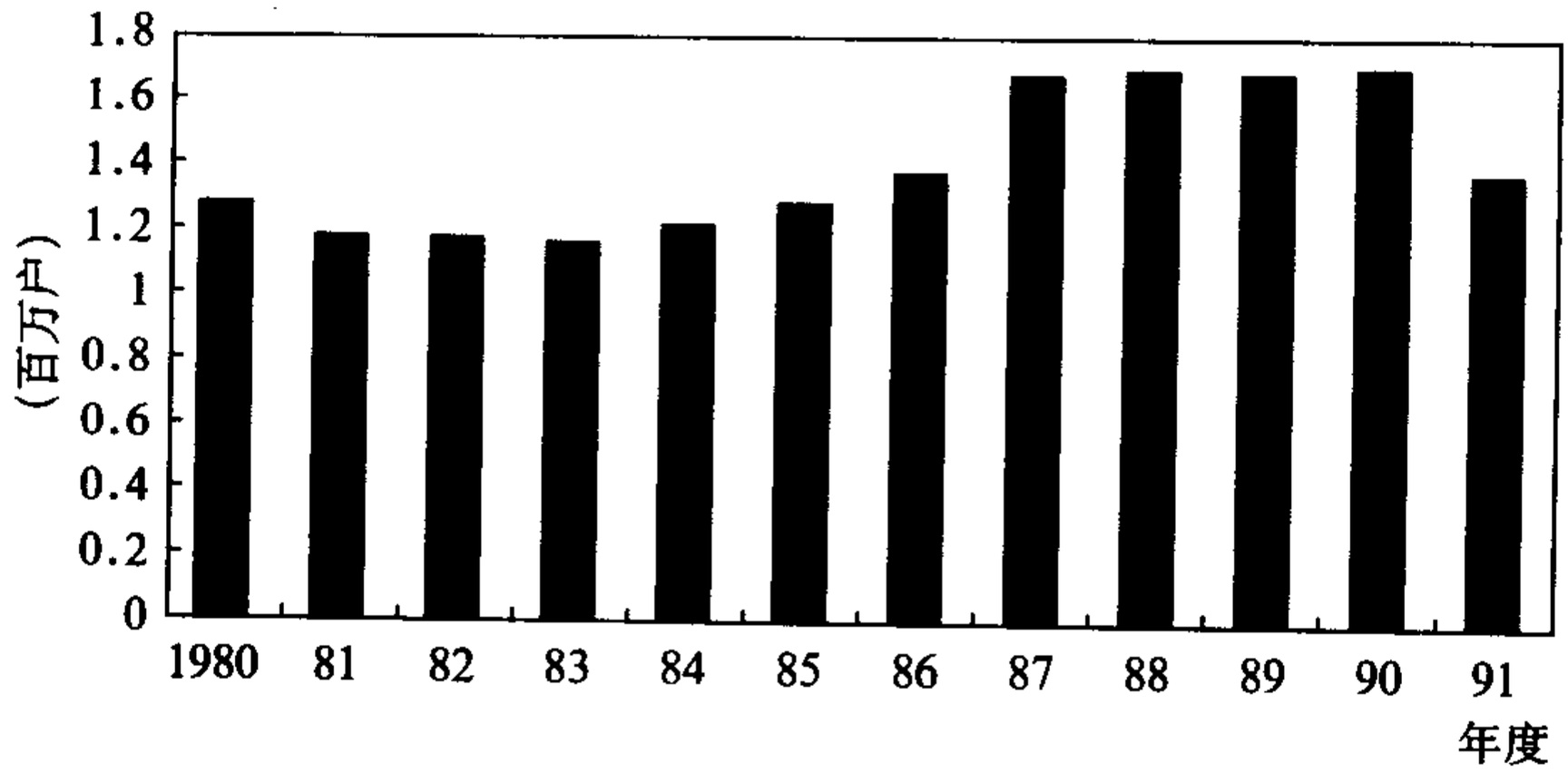


图8–1　新建住宅开工户数的变动趋势

资料来源：根据建設省《建築着工統計調査報告》绘制。

接着开始增长的是设备投资。1988年至1991年的3年间，设备投资的真实增长率超过了两位数。这样的增长率，可以与高速增长时期相媲美。GDP中所占的设备投资的比率，在1989年至1990年间超过了20%，达到了很高的水平（图8–2）。

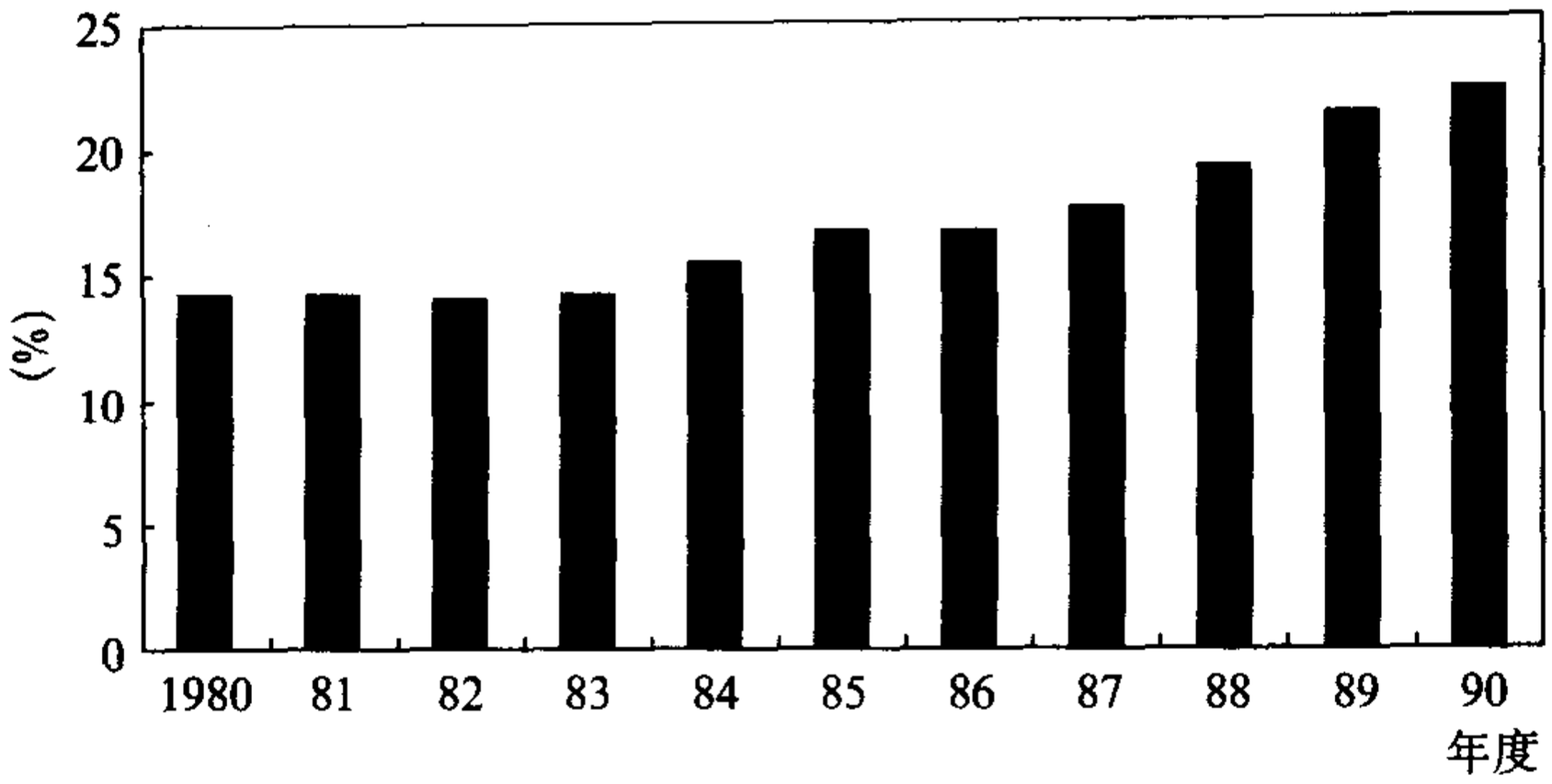


图 8–2　民间设备投资对 GDP 的比率（真实值）

资料来源：根据经济企画庁《国民経済計算年報》1992 年 10 月号整理绘制。

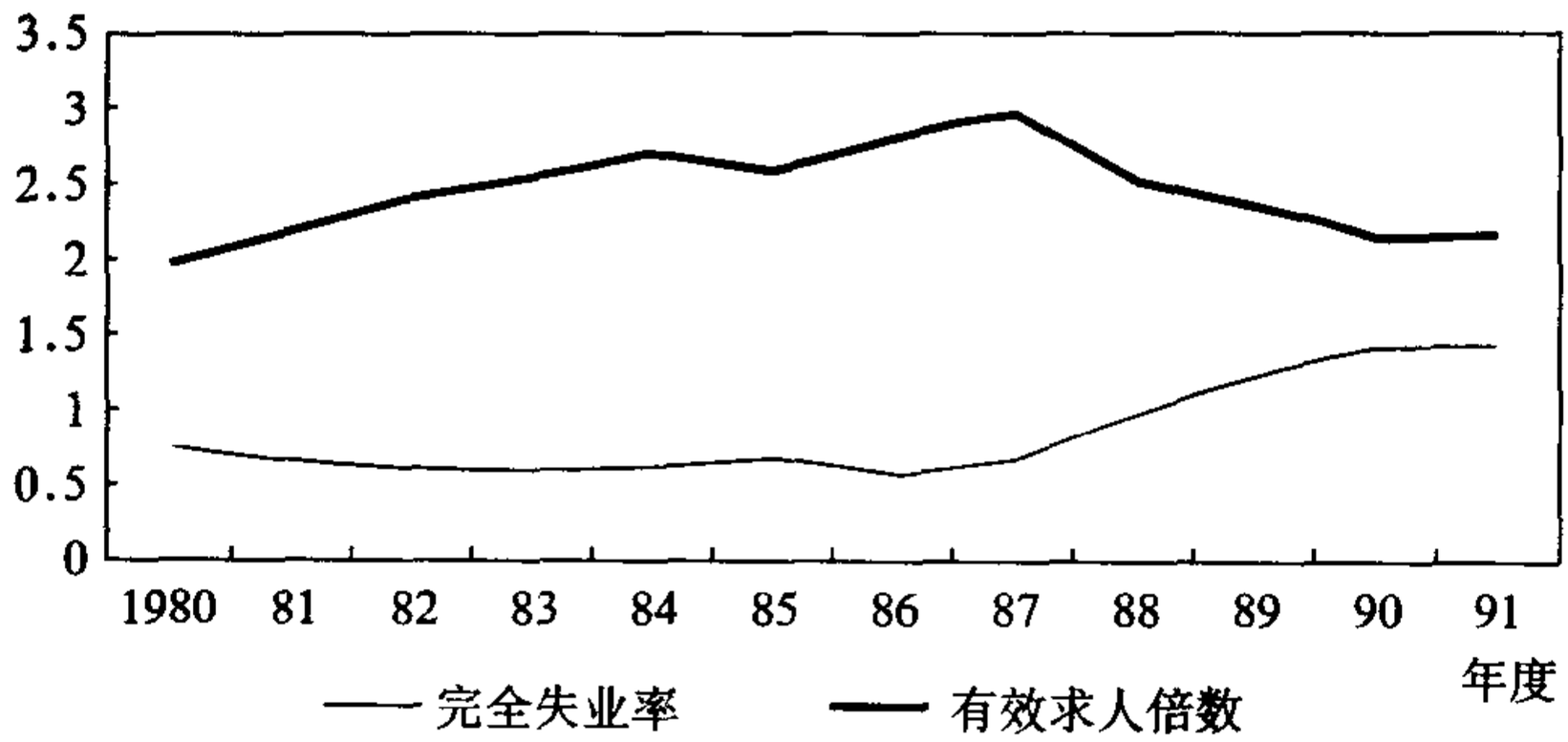


图 8–3　就业形势的变动趋势

资料来源：根据東洋経済新報社《統計月報》1992 年 10 月号整理绘制。

耐用消费品的生产也增加了。就乘用车而言，原本国内销售数量约在每年 300 万辆左右，1990 年达到了超过 500 万辆的高水

平（见后面的图 8–5）。

景气增长的结果，造成劳动供求的紧张。有效求人倍数在 1988 年超过 1，1990 年达到 1.4 的高值。完全失业率也下降到了接近 2%的低水平（图 8–3）。在建筑等行业中，人手不够成为极为严峻的重大问题。

消费的资产效果

作为资产价格对经济活动的影响，原来论及较多的是对消费的资产效果（财富效果）。根据说明消费行为的标准理论，即生命周期模型，人们在一定期间内不希望消费有巨大的变动。因此，消费不仅仅决定于当年的收入，还取决于资产的状况。所以，可以预测如果家庭保有的资产增加，则消费也会增加。

在现实中，这个效果在多大程度上发挥了作用，必须经过具体的数据分析才能明了。根据 1989 年《经济白皮书》（《経済白書》）的实证分析，包括股票在内的金融资产对真实消费的弹性值（金融资产增长率与真实消费增长率的比率）的估计值是 0.16。也就是说，资产余额增长 10%，真实消费将增长1.6%。1990 年《经济白皮书》继续进行了同样的分析，也获得了对消费的资产效果具有统计意义的结论。

一方面，从家庭拥有金融资产的动向看，20 世纪 80 年代前期年均增长率为 10%左右，从 1986 年起上升为 13%。因此，如果利用《经济白皮书》估计的弹性值，则将使真实消费增长率上升 0.5 个百分点。因为 1985 年至 1990 年间真实民间最终消费的实际

年均增长率为4.1%，所以可以认为其中的1成以上是由于资产效果引起的。这确实是相当大的效果[①]。

然而，地价上升是否也对消费具有资产效果呢？1989年和1990年的《经济白皮书》认为，土地（资产）也存在资产效果。但是，从理论上说，因为大部分土地是住宅用地，所以即使资产价值增加也不可能将之出售而将销售收入用于消费。也就是说，关于土地，消费的资产效果应该很小。事实上，尽管土地资产增加的地域差异极大，但是却基本看不到消费增加中地区之间存在巨大差异。这也表明土地的资产效果几乎并不存在。在1991年《经济白皮书》中，终于对土地的资产效果，作出了否定的结论。

地价上涨与住宅建设

如图8—1所示，从1986年左右开始住宅建设开工户数显著增加。作为其原因，可以列举出利率的下降。但是，必须注意在自有住宅与租用住宅之间，存在趋势上的差异。租用住宅的开工户数，1986年是22%，1987年为33%，增长惊人，而相对而言，自有住宅的增长率这两年间的平均只有8.6%。如果仅仅是由于利率下降的原因，就不会产生这样的差距。

在地价上升的过程中，保有多余闲置土地的家庭，在其上建

---

① 需要说明的是，1990年《经济白皮书》中的推算表明，真实资产余额的增加对民间消费支出增大的贡献程度，1985年左右开始升高，1987年开始成为促进个人消费增加的重要原因。但是，在1988年与1989年，除了这个原因之外，实质可支配收入的增加，也成为促进消费增加、特别是消费走向高档化的重要因素。

设租赁用住宅，可以降低继承税（因为保有土地上具有租用住宅时，作为继承税计税依据的土地估价额会降低）。因此，地价上升会经由继承税的特殊路径，对租赁用住宅建设产生了影响。

权益融资与设备投资

一般来说，股价上升则股票发行的资金成本降低，所以企业的设备投资增加。这就是大家所知的“托宾的 q 理论”①。不能否认，这个机制在 20 世纪 80 年代后期的日本也在发挥作用。如前所述，从 1988 年至 1990 年的 3 年间，民间企业的设备投资以每年两位数的增长率高速增长。高速增长的背景，是在资金筹集方面的良好条件。实际上，如第 5 章所述，以良好的股票市场为背景，企业可以通过权益融资从资本市场中筹集到大量的资金。

只是，20 世纪 80 年代后期的日本是否也符合托宾理论所示的情况，这是值得怀疑的。事实上，设备投资的扩大时期与股票市场的好转时期并不一致。权益融资是在 1986 年与 1987 年的两年间与股价上升同步扩大的，而设备投资的显著增长则是 1988 年以后的事情。因此，1986 年与 1987 年间，迅速增加的是企业手头的流动资金，这就是第 5 章所述的金融投资。

造成上述结果的原因在于：第一，决定设备投资的并不仅仅是资金成本，还有将来的收益期望、资本存量水平等因素。即使

---

① “托宾的 q 理论”，是指在金融市场上企业股票的市价额除以此企业固定资产存量（机械与设备）在产品市场上的重置成本的商。如果 q 大于 1，则企业的金融市场市价额就超过了固定资产的重置成本，企业就具有扩大设备投资的积极性。

资金成本下降，如果将来的收益期望还是保持很低，设备投资也不会增加。可以认为 1986 与 1987 年左右的情况就是如此。

第二，制定长期设备投资计划时企业考虑的长期利率，不是权益融资的成本，而是作为机会成本的市场利率（相当于金融资产的投资利润率）。这正是 1989 年《经济白皮书》（第一章第四节、第二章第三节）中所明确指出的一点。如果这是正确的，那么在市场利率不变的情况下，权益融资成本降低，导致的就不是设备投资的增加而是金融投资的增加。1986 与 1987 年左右，金融放松后金融资产运用的利润超过了资金筹集的成本，所以大量增加的不是设备投资，而是金融投资。我认为，这比较贴切地说明了 20 世纪 80 年代后期日本企业的行为。

此外，就资产价格与设备投资之间的相互关系而言，还存在这样的观点，即“地价上升使得土地资产担保价值提高，这会促进借款增加投资”。确实，从单个企业的立场上看，也许存在“因为地价上升使得借款更为容易，投资成为可能”的情况。但是，在这里必须注意以下两点：

第一，即使担保价值上升，对企业来说也并不意味着资金成本下降。从经济全体的角度看，地价上涨了并不是说可以用于投资的资源总量就增加了。以土地担保借入款项的企业投资所用的资本与劳动力，或许正是经济的其它部门原本要使用的资源。因此，可以认为，地价上涨后，投资资源的总量没有增加，只是使得资源的投资主体发生变化，产生了资源向有地企业转移的效果。这意味着，由于地价上涨也存在着投资受到抑制的企业。特别是新设立的无地企业，其投资当然会因为地价上涨而受到抑制。由于“未进行的投资”，是不可能从现实的数据中观察到的，

所以这往往很容易被忽视。当大家都仅仅关注有地企业的投资增加时，就产生了地价上涨促进投资总额增长的错觉。

第二，讨论与担保的关系时，要注意的另一个问题是在资金筹措的数量上受到制约的可能性。如第 5 章所述，在 20 世纪 80 年代后期，这一方面基本上未受到任何制约。倒不如说，银行一直在积极地寻找融资对象——企业。因此，上述的资源转移效果也并不会很大。

对景气起了抑制作用的财政重建

20 世纪 80 年代后期，税收顺利增长。特别是法人税，1987 年增长 20.8%、1988 年增长了 12.0%，增长极为迅速。

虽然，税收增长的原因不仅仅是资产价格的上升，但是不可否认资产价格上升的影响相当大。根据 1989 年《经济白皮书》的分析，由于正常经济活动原因引起的法人税增长率各年度都在大约 5% 左右，所以，可以认为 1987 年法人税增长的大部分，是由资产原因（财产收入的增加与资产增值）与库存产品评估价差收益带来的。

由于税收的增长速度超过了财政支出的增长，在这一期间的财政状况明显好转。一般政府收支（国民经济计算中一般政府储蓄与投资的差额），从 1986 年为止的赤字，到 1987 年开始转为盈余，1988 年与 1989 年的盈余超过了 GDP 的 2%[①]，1990 年的盈余

① 所谓的“一般政府”，是国民经济核算上的概念，它包含了国家的非企业特别核算、社会保障基金以及地方公共团体的一般核算与非企业特别核算等。

更是增加到了 GDP 的 3.5%。与赤字最大的 1979 年赤字占 GDP 的 4.5%相比，财政状况大幅度改善。即使是与 1986 年（赤字对 GDP 0.3%）相比，赤字对 GDP 的比率也缩小了将近 4 个百分点。

然而，财政赤字的缩小，起到了抑制景气的作用。这被称为财政的自我稳定功能。因此，从这个方面来看，资产价格的上升抑制了景气的好转。

大型景气的基本原因不是泡沫

毋庸怀疑，资产价格的上涨增加了消费与设备投资，是本次景气好转的重要原因之一。但是，必须注意：

第一，促使消费与投资增长的“资产价格”是股价。地价上升不具有促进设备投资与消费增长的效果。地价上升虽然对 1986 年与 1987 年左右的租赁用住宅建设具有正面效果，但这是由于纠正了继承税扭曲的效果。就景气好转而言，在地价上涨中，几乎不存在什么值得肯定的东西。第二，随股价上升而增加的权益融资并不是引起设备投资增长的惟一原因。第三，通过财政的自我稳定功能，资产价格的上涨起到了抑制景气的作用。

如上所述，资产价格的上涨虽然对景气发展有正面影响，但并不能说它就是本次景气发展的惟一原因。至少，我们不能说，如果没有资产价格的上涨就不会有本次的大型景气。

在看到资产价格的上涨对景气好转的正面影响的同时，我们更应该注意到泡沫所存在的负面影响。

地价高涨阻碍了需要购入土地企业的投资活动。如果地价稳

定，则住宅投资还会更快地增长，受到高地价制约的社会基础设施建设也会有更快地发展。

一般地说，泡沫具有扰乱经济资源配置的效果。如上所述，地价上涨促使了投资主体向“有地企业”的转移。因此，假如不存在泡沫，那么所谓“重厚长大产业”（《重厚長大産業》）的调整改造将会起步更早，新产业也会获得更好地发展。日本经济结构的调整过程，就是因为泡沫的产生而停滞的。

第二节　泡沫崩溃与实体经济

从 1991 年夏开始，日本经济进入景气衰退期。这次景气衰退的性质是什么，将来的发展前景如何？对于这些问题，经济学家们的意见是一致的。

大家关心的都是资产价格下跌造成的影响。一种看法认为，这次景气衰退，主要是对 20 世纪 80 年代后期过高增长的调整，从这个意义上可以将它看作是一种经济循环。还有更加重视资产价格下跌影响的另一种看法，认为，这次景气衰退并不仅仅是经济循环，它还伴随着更基本的结构变化。因此，本次的萧条是比日元升值萧条更加严重的萧条，根据情况甚至可能成为第二次世界大战后首次出现的大萧条。

这一点，正是我们预测日本经济的未来发展趋势的关键。

对过高增长水平的调整

如前所述，20 世纪 80 年代存在着显著的设备投资热。因此使得资本存量水平过大，为了使之回复到均衡的水平，就必须进行“存量调整”。

如图 8–2 所示，1983 年为止已经低于 15%的民间设备投资对真实 GDP 的比率，从 1985 年开始超过 16%，特别是设备投资热的 1988 年至 1990 年之间，达到了极高的水平。如 1990 年是 12.7%。

其结果是资本系数升高了。如图 8–4 所示，法人企业固定资产净值对 GDP 的比率，开始时呈现出平缓上升的趋势，但从 1989 年起上升加快。在 1991 年，实际值与按照前几年的趋势推算的数值相比，要高出 10 个百分点左右，这说明确实存在部分过剩存量。过剩存量的调整，就必然会抑制设备投资的增长。

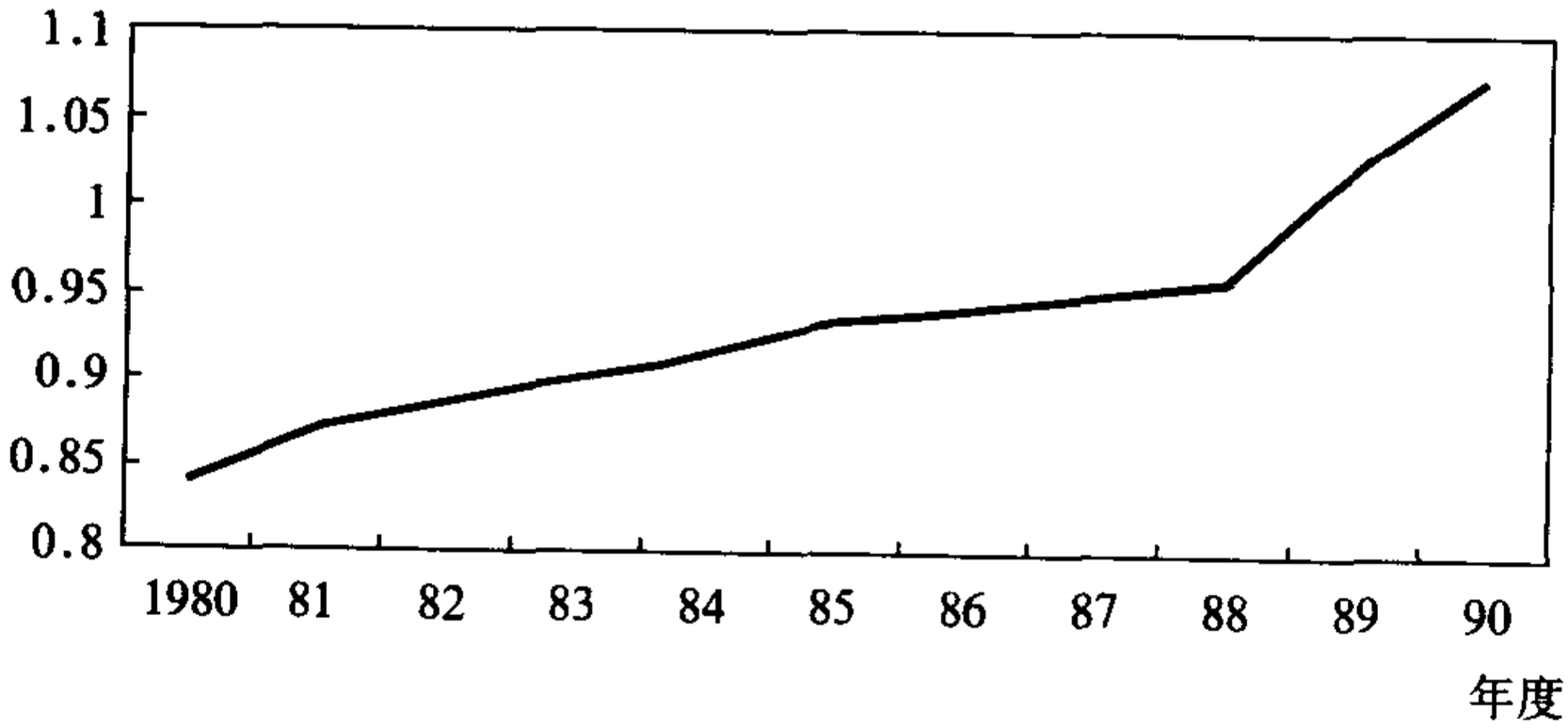


图 8–4　固定资产净值对 GDP 的比率

注：非金融法人企业固定资产净值对 GDP 的比率。

资料来源：根据経済企画庁《国民経済計算年報》整理绘制。

当然，并不是说20世纪80年代后期的设备投资都能直接引起生产能力扩大，其中也包含了节约劳动力、提高效率等与生产能力扩大无关的投资。根据1992年《经济白皮书》的推算，对生产能力扩大起作用的约占3成左右。但是，即使考虑了这一点，相对于经济规模，资本存量过大也是毫无疑问的。

在住宅方面也有同样的机制在起作用。如图8—1所示，在1987年至1990年间的住宅投资，一直维持在160万户以上的水平，1991年起新建住宅的开工户数开始减少。其中有利率上升的影响，也是过剩住宅存量调整的结果。到1992年4月新建住宅的开工户数重新开始增加，说明此时存量调整已经基本完成。

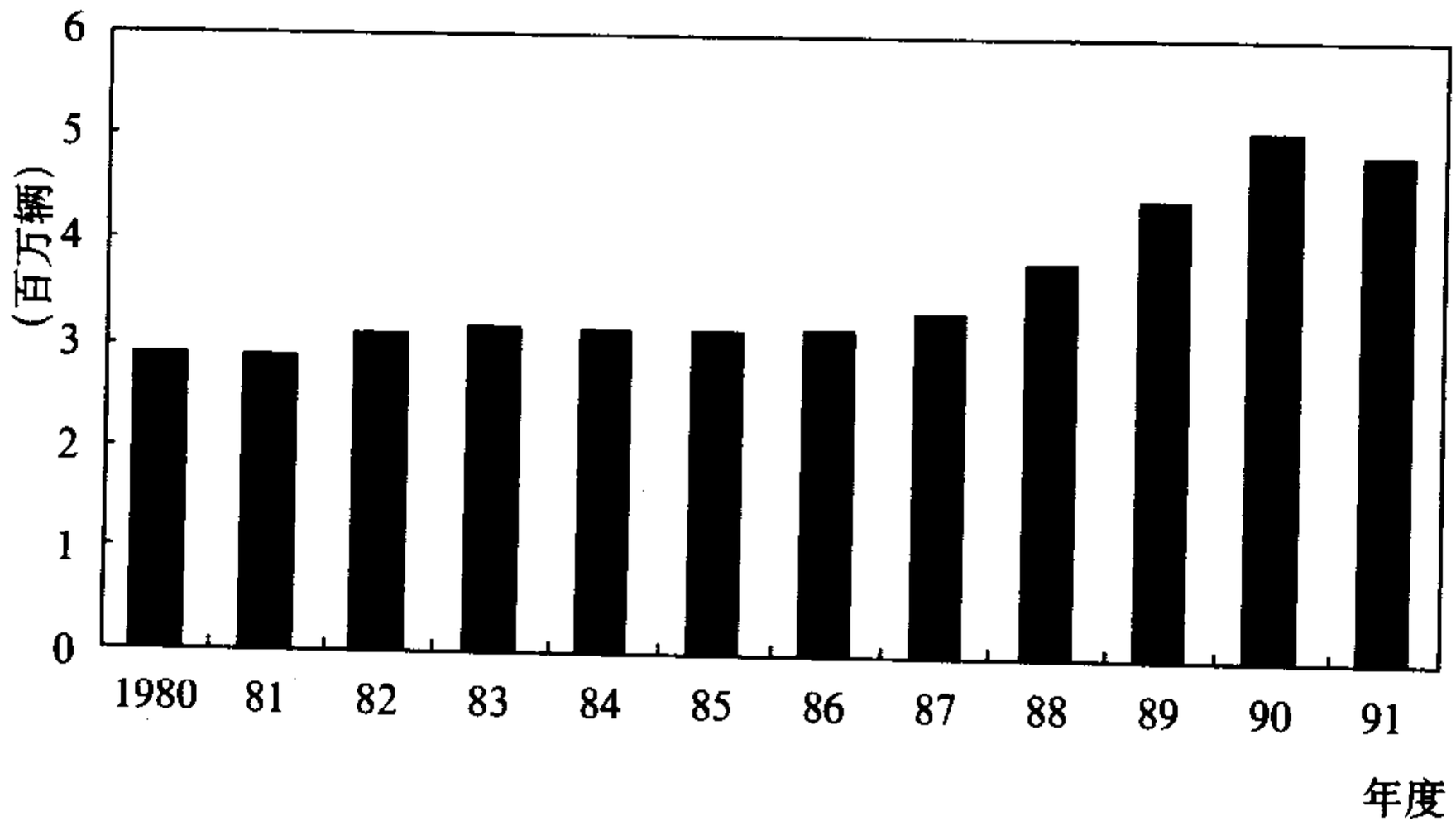


图8—5　乘用车新车登记数量的变化

资料来源：根据東洋経済新報社《統計月報》1992年10月号整理绘制。

就家庭拥有的耐用消费品而言，同样的存量调整机制也在发挥作用。例如，就乘用车来看，如图8—5所示，20世纪80年代

初，日本国内汽车年销售量一般在300万辆左右，但在1989年至1991年间超过了400万辆。这样，家庭就拥有了相当于正常年份两年销售数量的过剩存量。为了对一些过剩存量做出调整，极端地说此后连续两年的销售量应该为零才行。当然，在现实中不会出现这种极端的调整。但是，在今后相当长的时期内，即使出现销售低迷，也不应该感到奇怪。

由于生产调整往往滞后，所以需求刚开始下降时库存反而会增加。经过一定时期，人们认识到这种情况后，为了减少库存，生产将以比需求下降更快的速度下降。这就是所谓的“库存调整”机制。在本次景气衰退中，库存调整是到了1991年底左右才开始的，1992年第一季度，矿工业生产指数比前年同期减少了6.2%。

尽管进行着如此激烈的生产调整，但是就业形势却并不那么严峻。尽管有效求人倍数有所下降，但是到1992年6月的今天，仍然超过1。从迄今为止的变化趋势看，1975年至1987年为止，一直保持在0.6~0.7左右（图8—3反映了20世纪80年代以后的变化趋势）。虽然可预见今后还会进一步降低，但是与原有水平相比，现在的数值应该还是相当高的。

这是因为在进行存量调整的同时，经济活动还保持在高水平的缘故。1991年的住宅建设虽然开始下降，但仍然达到年间137万户，比20世纪80年代前期的水平仍然高出许多。乘用车销售也一样，1992年虽然降低了不少，但是也没有低于20世纪80年代前期的水平。

也就是说，与其说现状恶化了，倒不如说是20世纪80年代后期的经济活动水平是异常的高。无论是设备、还是住宅、家庭耐用消费品，在80年代后期，都“预先满足”了将来的需求。因

为这些都是对“存量”进行的“预先”投资，自然此后的一段时期内投资就会减少。因此，虽然从变化方向上表现为大幅度的下降，但是经济活动的水平仍然很高。下降过程只是对以往过高经济水平所进行的不可避免的调整。这种调整机制本身，不是什么新东西。

资产价格下跌的影响

与以上观点相对立的看法是，本次景气衰退不仅仅是单纯的经济循环，股价与地价等资产价格的下跌加速了景气衰退，形成了极为严峻的经济状态。

从经济原理来讲，资产价格下跌对实体经济的影响途径主要有以下几个方面：（1）股价下跌通过（逆）资产效果引起消费下降；（2）股价下跌，使得权益融资变难，投资减少。这正好与我们前面所叙述的资产价格上升时的效果相反。

此外，作为目前日本的特有现象，还有如下途径：（1）在BIS（国际结算银行）自有资本比率要求的控制下，资产价格下跌会抑制贷款，出现惜贷。（2）为了偿还可转换公司债与附新权债券，企业将会陷入资金不足的境地。如果改由普通公司债与长期贷款来筹集资金，那么就会增加利息负担。

下面，我们就来探讨上述这些效果到底有没有发挥作用。

消费的资产效果

第一，是指对个人消费的（逆）资产效果。这与前述资产价

格上升时的机制相同，是指股票等资产价格的下跌引起消费减少的效果。

股价下跌的影响，确实可以反映在高级乘用车、绘画、宝石等高档消费品的销售情况上。但是，其中只有乘用车是真正意义上的消费支出，即对生产活动产生直接影响的消费支出。因为绘画、宝石等都是历史积累的存量资产，所以即使对它们的需求减少也不会直接影响生产活动。

资产价格的下跌对一般消费的影响如何呢？1990 年下半年消费增长减缓，10 月至 12 月间的消费比上年同期下降了 0.3%。这虽然有暖冬、石油价格上升等因素的影响，但也不能否认 1990 年股价大幅度下跌造成的逆资产效果。1992 年消费的增长进一步减缓，这主要是受到 1992 年股价下跌的影响。

1992 年《经济白皮书》认为，1990 年股价下跌造成的家庭部门资本损失约 77 万亿日元，这可能使得 1991 年的真实个人消费下降了 1%。1992 年股价下跌幅度基本相同，可以认为其影响也差不多。1991 年民间最终消费的真实增长率是 2.8%，降低了 1% 应该说是一个不小的影响。

当然，如果与股价下降了一半相比，消费的变动实在是微不足道。这是因为在家庭资产中股票所占的比率很低的缘故。根据储蓄趋势调查，1991 年末，个人金融资产中股票以及股票信托投资所占的比率只有 12.5%。因此，即使假定股票资产额降到原来的一半，家庭总资产也只会减少 6%。在欧美，股价下跌造成的家庭资产与养老保险基金减少，可能会成为一个大问题。但是，在这一点上日本不同于欧美各国。在日本，通过退休保险基金的方式而间接拥有股票的情况不多。反过来说，也许正是因为对实体

经济的影响较小，日本的股价才较容易产生大幅度的变动。克鲁格曼（P.Krugman）针对汇率认为，“由于对实体经济的影响较小所以会大幅度变动”，并把它称为“与实体经济的分离”(delinking from reality)[①]。虽然汇率与股价的变动理由不同，但至少可以认为在日本股价上也存在相同的特征。

需要说明的是，为什么股价变动具有资产效果，而地价变动却不具有这样的效果呢？因为几乎全部的土地都是作为居住用财产保有的，即使地价变动也不能马上将其售出以供一般消费所用。这一点，在前面论述（正的）资产效果时，已经做了详细说明。

对资金成本的影响

第二，是指对设备投资的不良影响。即股价与地价下跌，使得从股票市场的权益融资与土地担保贷款越来越困难，从而使设备投资增长停滞。

首先，让我们来分析股价下跌的影响。如前所述，在理论上讲，股价下跌通过托宾的 q 理论，会对设备投资产生抑制影响。根据岩田（岩田 1992）的分析，如果股价下跌 13%，则设备投资减少 2.5%[②]。由于 1990 年、1992 年股价的实际下跌幅度接近 4 成与 3 成，所以设备投资受到的影响应该相当大。但是，我们必须认真地分析这种影响。

---

① Krugman, P.Exchange-Rate Instability, The MIT Press, 1989 (Lecture 2).

② 岩田一政:《現代金融論》日本評論社，1992 年。

第一，必须注意的是，尽管1990年股价大幅度下跌、从股票市场筹集资金基本停止，但是设备投资与上一年相比还是实现了真实增长12.1%的极高水平。这是因为，决定设备投资的不仅仅是资金成本因素，还包括将来的收益期望与现有资本存量水平等其它因素。因此，尽管股价下跌对设备投资产生了抑制效果是事实，但是设备投资的现实趋势并不仅仅由此来决定。就1990年而言，对未来增长的期望还很高，合理化、节约劳动力、研究开发、生产新产品、从事新事业等物质方面的需求也还比较强，这些因素抵消了股价下跌的效果，使得设备投资继续增加（需要说明的是，针对股价下跌同时设备投资继续增加的现象，也有认为是由于迄今为止的权益融资使得企业手头流动资金充裕的缘故。这是以设备投资的决定因素是企业可以利用的资金量这样的考虑为基础的。但是，资金量影响设备投资仅仅是在资金限额分配的情况下。难以想像，20世纪80年代后期至90年代的日本，是处于这样的情况。）

第二，必须注意的是，虽然资金成本升高了是事实，但是1987年至1989年间的低成本是一种异常情况，因此，并不是说现在的资金成本处于特别高的水平。如果以市场利率来考虑企业的资金成本，则我们不得不说1992年是处于与20世纪80年代前期相比的低利率阶段（参见图1–3）。

第三，还必须说明的是，土地担保价值的下降，并不意味着企业资金筹措成本的上升。即使地价下跌，也不一定会引起设备投资的进一步减少。与地价上升时的情况相同，地价趋势的变化，虽会引起投资主体的转移，但不一定会对经济全体的投资总量造成影响。

信贷收缩

在论述股价下跌的影响时，提到的另一个问题就是对企业筹资的数量限制。即由于股价下跌使得金融机构拥有的有价证券溢价减少，为了满足 BIS（国际结算银行）对自有资金比率控制的要求，银行就会限制发放贷款数量，从而产生“信贷收缩”①。

这种观点极为流行，很多人都把这一点作为资产价格下跌的最大问题。宫崎义一（宮崎義一）在他的著作《复合萧条》（《複合不況》）中，也把这一点作为现在景气衰退的主要原因，并认为这是本次萧条不同于历史上其它萧条的根本性差异②。

但是，这样的情况到底是否已经出现，我认为很值得怀疑。我们决不应该忽视需求方面的原因。如前所述，因为存量调整的

---

① BIS（国际结算银行）自有资本比率控制，是指为了促使经营国际业务的银行的健康经营，要求金融机构的自有资本比率（总资产额中自有资本的比例）维持在一定数值以上的控制。1993 年 3 月末，这一限度 8%以上。

作为对象的自有资本，是狭义的自有资本（第一分类），加上股票溢价的 45%等补充性自有资本（第二分类）之后的合计数。这种计算，对于溢价数额巨大的日本银行本来极为有利。但是，由于股价下跌股票溢价减少，要满足这个要求正变得越来越困难。据说，平均股价低于 17000 日元，如果不采取果断的措施，那么 8 家城市银行的自有资本比率都将降到 8%以下。90 家国内银行的自有资本比率，在 1992 年 9 月末是平均 8.7%。

虽然没有明确规定对未达到标准的银行的处罚，但是一般认为，如果未达标，则除了新的国际业务将要受到限制之外，银行的国际信用等级也会被降低。

② **宮崎義一：《複合不況》**中央公論社，1992 年。在这一著作中，不可思议的是，并没有对“复合萧条”为什么是“复合”的提供有力的说明。作者具体提到的是由于信贷紧缩造成的景气衰退，而这仅仅是金融对实体经济的单方向影响，而不是实体经济与金融经济之间的相互影响（在“前言”作者提到的“复合”就是这个含义）。因此，我以为“复合”这一名称并不贴切。正如宫崎義一自己也承认的那样（第 12 页），如果真的是由于金融紧缩引起了景气衰退，那么正确名称应该称为“金融萧条”。

原因，设备投资的增长率不得不大幅度减缓。此时，资金需求自然疲软，即使不存在 BIS 控制，贷款也不可能快速增长。

在通常的议论中，大多没能对这一点进行分析。宫崎的著作也如此。非常不可思议的是，到底凭什么来判断我国处于信贷收缩状态（发放贷款的减少，为什么不能用需求方面的原因来说明），几乎都只字未提。

要判断我国现实是否处在由于 BIS 控制而形成的信贷收缩状态，可以使用以下两个指标[①]。第一个指标是金融机构之间发放贷款的趋势差异。由于 BIS 控制，受到制约的是经营海外业务的大银行，作为控制对象之外的中小金融机构应该不受影响。因此，如果假定由于 BIS 控制出现了信贷收缩状态，那么大银行的贷款就会减少，为了满足由此产生的资金需求剩余，中小金融机构的发放贷款就会增加。

第二个指标是利率的动向。如果假定出现了信贷收缩状态，利率就会升高。或者，在金融机构资金筹措利率下降时，贷款利率处于不下降的状态。

在这里，就让我们来看一看这些指标的现实变化情况[②]。首

---

① 产生信贷紧缩的最典型情况是，利率被人为地固定在某一个低水平，供求调节功能不能发挥作用的时候。在这样的条件下，资金需求增加就会出现需求过剩。20 世纪 70 年代为止的美国，对储蓄与贷款合作社（S&L）的储蓄利率实施了称为管制 Q 的管制，设定了上限。因此，利率上升后，S&L 很难筹集到储蓄〔这就是被称为"脱媒"(disintermediation）的现象〕。于是，S&L 失去了按揭贷款（住宅贷款）的资金来源，住宅购入者就不可能接受住宅贷款。这就是信贷紧缩。这种情况在 1966 至 1967 年间、1969 年至 1970 年间以及 1973 年至 1975 年间都出现过。但是，现在的日本，因为利率是非固定的，所以不可能处在由于"脱媒"(disintermediation）而产生的信贷紧缩状态。

② 这里的议论主要参考了以下文献：日本銀行《わが国金融経済の分析と展望——情勢判断資料（平成4 年夏）》，《日本銀行月報》1992 年 8 月。日本銀行《最近のマネーサプライの動向——その分析と評価》，《日本銀行月報》1992 年 9 月。

先，从金融机构发放贷款的变化趋势（表 8—1）看，城市银行与地方银行、第二地方银行之间，看不到巨大的差异，贷款数额几乎都增长缓慢。

表 8—1　金融机构贷款的变动趋势

单位：余额对上年比%

	1991 年		1992 年	
	7～9 月	10～12 月	1～3 月	4～6 月
城市银行	7.1	6.1	5.0	4.0
长期信用银行	3.5	1.8	1.2	0.6
信托银行	2.2	2.0	1.3	0.1
地方银行	4.2	4.6	5.1	4.5
第二地方银行	5.2	4.3	4.0	3.4

资料来源：日本銀行《わが国金融経済の分析と展望——情勢判断資料（平成 4 年夏）》，《日本銀行月報》1992 年 8 月。

表 8—2　贷款约定平均利率（综合、资产与基数）的下降情况

（本次）

单位：%

	城市银行	地方银行	第二地方银行	信用金库
最高峰时间	7.895 （1990 年 12 月）	7.775 （1991 年 2 月）	8.078 （1991 年 7 月）	7.959 （1991 年 7，8 月）
1992 年 5 月	6.127	6.238	6.881	6.980
（与最高相比的下降幅度）	（−1.768）	（−1.537）	（−1.197）	（−0.979）
占城市银行下降幅度的比率	—	86.9	67.7	55.4

（前次）　　单位：%

	城市银行	地方银行	第二地方银行	信用金库
最高峰时间	9.058 （1980 年 7 月）	8.829 （1980 年 8 月）	8.987 （1980 年 8 月）	9.109 （1980 年 10 月）
1981 年 12 月 （与最高相比的下降幅度）	（−1.626）	（−1.191）	（−0.844）	（−0.431）
占城市银行下降幅度的比率	—	73.2	51.9	26.5

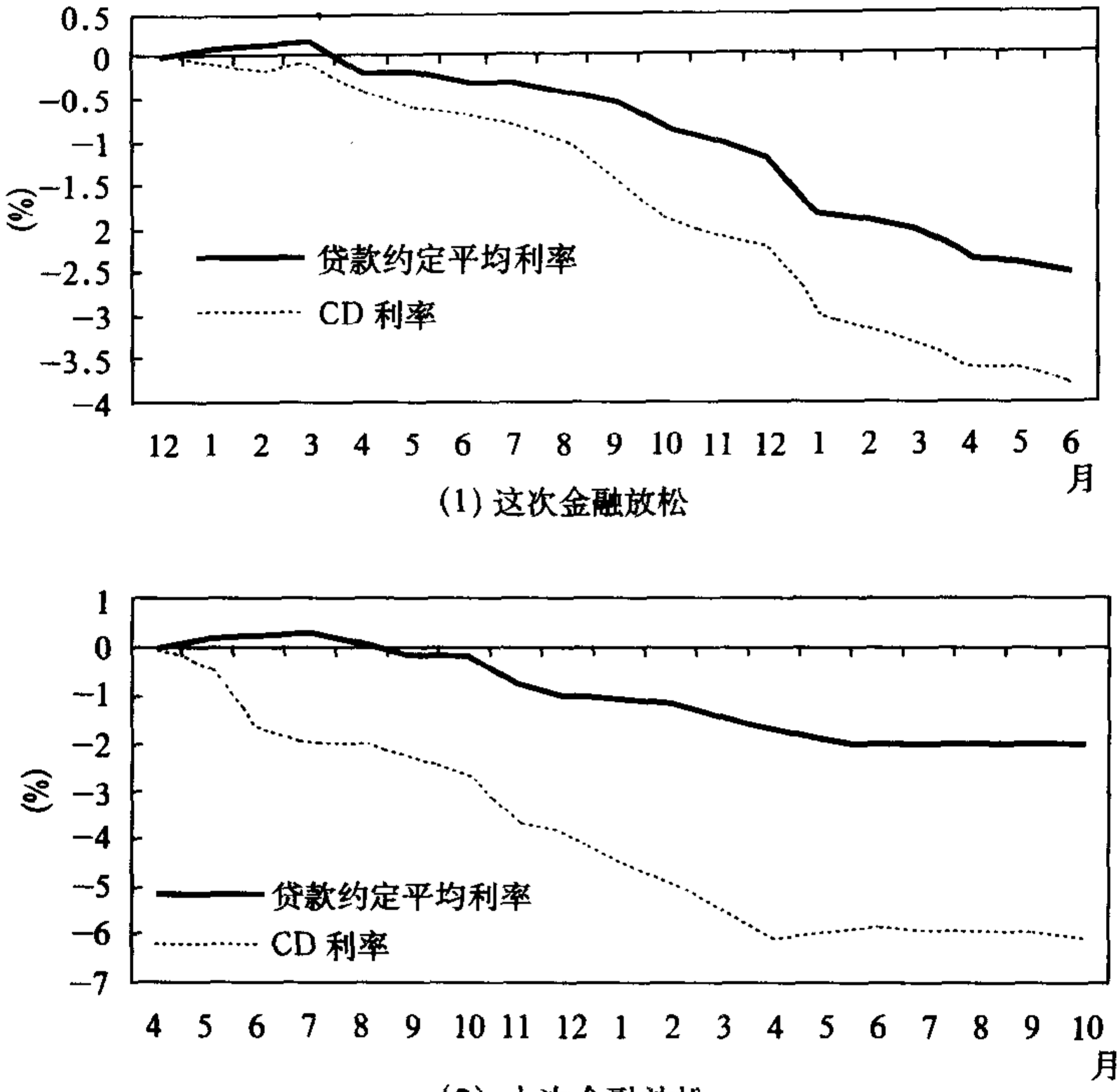
资料来源：日本銀行《わが国金融経済の分析と展望——情勢判断資料（平成 4 年夏）》，《日本銀行月報》1992 年 8 月。

其次，来看图 8—6 所示的资金筹措利率与贷款利率的变化趋势。这里，资金筹措利率选取了 CD 利率（3 个月），贷款利率选取了短期新增贷款的约定平均利率，并就本次与前一次（1980—1981 年）进入金融放松过程中的情况进行了比较。由此可知，本次金融放松过程中的贷款利率，明显比前一次更快地下降。以上事实说明，贷款增长缓慢的主要原因，应该是来自需求方面[①]。

需要说明的是，如果将来资金需求增大了，那么股价就可能回复，也就能够满足 BIS 控制的要求。假定在那个时候银行不得不压缩其资产规模，则大企业也可以通过资本市场来筹措资金。日本原本就是一个长期储蓄过剩的经济。在这样的经济中，出现

① 吉川洋（吉川洋）也根据同样的理由，认为没有出现信贷紧缩现象。吉川洋：《バブル後遺症は誇張》日本経済新聞社《経済教室》1992 年 6 月 9 日。吉川洋：《マネーサプライと日本経済》日本経済新聞社《やさしい経済学》1992 年 9 月。

资金供给的瓶颈，我们不得不说那是极不可思议的。



(1) 这次金融放松

(2) 上次金融放松

图 8–6　贷款利率的下降过程（全国银行）

注：1.市场利率（CD）利率最高时的利率水平设定为零时计算的下降幅度。

2.上次金融放松中没有包括第二地方银行。

资料来源：日本銀行《最近のマネーサプライの動向——その分析と評価》,《日本銀行月報》1992 年 9 月。

因为附新权债券等的偿还期集中在 1993 年，所以有人认为企业将因此陷入资金不足的困境，进一步对投资产生不良影响。但

是，偿还资金的大部分会重新流入资本市场，只要再次筹措就可以了。因此，可见附新权债券等的偿还并不会产生多么严重的问题。

信用配额

然而，除了 BIS 控制之外，还有可能因为别的原因而使得资金供给的数量受到制约。这就是贷款企业自身面临很高的破产危险时可能出现的情况。为了防范贷款坏账风险，也许你会认为只要提高利率就行。但是，因为贷款发放方不可能对每一个贷款者的破产概率进行精确判断，所以不得不统一调高利率。这样一来，逆向选择的结果是，只有进行高风险投资的贷款企业（因此破产概率也较高的贷款企业）才会继续贷款，而资质较好的贷款企业（投资较保守的贷款企业）就会放弃贷款。于是，银行的风险会越来越高。所以，银行只好将贷款总额限定在一定额度以下。这就是所谓的信用配额（credit rationing）。信用配额在利率下跌过程中也可能出现。此外，因为一般认为企业规模越小破产概率也越高，所以越是小企业信用配额往往也越严格[①]。

这样的情况在现在的日本有没有出现呢？首先，我们承认现在的融资审查比原来严格了许多的事实。特别是，有关不动产的审查标准更加严格了。但是，现行标准并没有过于严格到引起信用配额的程度。现行审查标准变严格了，是相对于过去几年中审查过于松懈而言的。如第 5 章所述，在 20 世纪 80 年代后期，银

---

① 这里的说明是根据 Dornbush，R.and Fischer，S.，*Macroeconomics*，5th ed.McGraw-Hill，1990 的第 9 章而进行的。

行陷入了资金运用难的困境，那是一个拼命要确保贷款企业的时代。因此，即使是中小企业，基本上不接受任何审查也就可以得到贷款，特别是只要有不动产担保就行。现在，只不过是从这种不正常状况回复到了正常的状况，把这作为“惜贷”并不恰当。

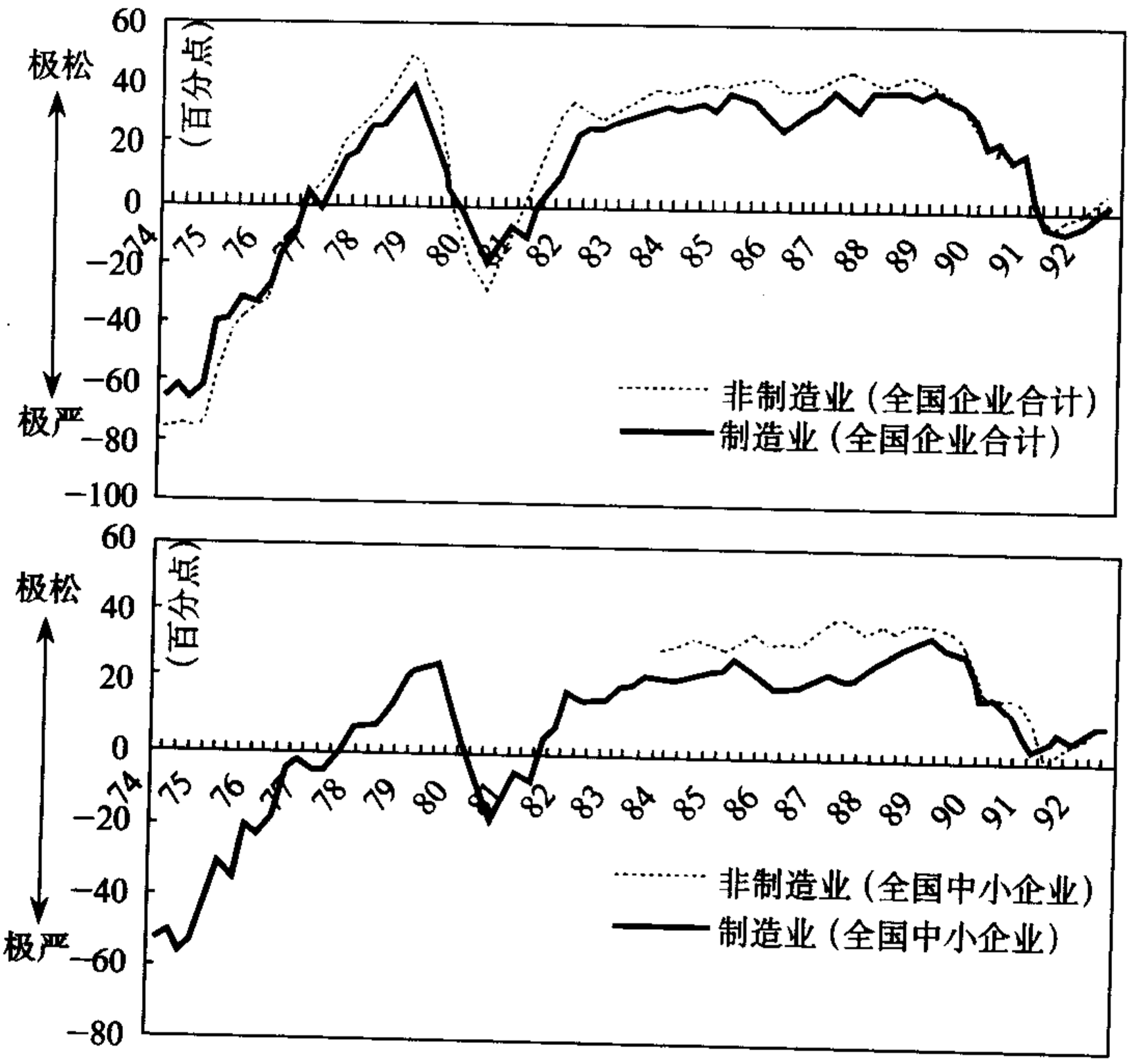


图 8–7　判断金融机构贷款态度的经济景气指数的变动

注：非制造业（全国中小企业）的数据开始于 1983 年 5 月。

资料来源：日本銀行《最近的貨币供给動向——分析与評価》，《日本銀行月報》1992 年 9 月。

实际上，从企业的角度来看，银行发放贷款的态度是随着金融放松朝着不断宽松的方向变化的（图 8–7 所示）。一般情况下，信用配额应该是对规模越小的企业越是严格，但是如图所示，中小企业回答“较宽松”的反而更多[①]。

因此，不可想像发生了信用配额意义上的“惜贷”现象。

正面影响

从以上分析中，我们已经明白，“泡沫崩溃加速了景气衰退”的议论缺乏说服力。资产价格的下跌通过消费的资产效果等，是对实体经济产生了一定的影响，但是这个影响是很有限的。

实际上，股价大幅度下跌的 1990 年，实体经济还在持续高速增长。乘用车的销售达到了破纪录的 500 万辆以上，设备投资实现了两位数的真实增长率。如果资产价格的下跌，真的给实体经济产生了巨大影响，那么这样的事情就不会发生。

我们不能忘记，泡沫崩溃具有促进经济增长的另一面。企业从资产投机回复到原来的主业，就具备了维持长期稳定增长的基本条件。此外，人力资源的配置也可以开始实现合理化。如果泡沫经济时代持续下去，那么日本经济的资源配置必将被继续扭曲。

地价的下跌，具有更为直接的正面效果。20 世纪 80 年代后期的住宅建设增长，主要是租赁用住宅的增长，这是通过继承税的影响这一特殊途径而实现的。自有住宅增长不快，而且其后自有住宅的开工数在逐步减少。如果地价不能下降到正常的水平，

---

① 日本銀行《最近のマネーサプライの動向——その分析と評価》，《日本銀行月報》1992 年 9 月。

那么住宅投资的增长也就不可能回复。此前的分析中，我们曾经将1992年春开始的住宅建设的增长回复，看作是存量调整完成的结果，实际上这里也不能无视地价下跌的效果。而且，如果地价不下降，那么伴随有土地购入的设备投资增长也不可能恢复。因此，只有泡沫崩溃后，经济才可能健康发展。

此外，为了加快社会基础设施建设，也必须使地价泡沫崩溃。城市社会基础设施的滞后是我们经常提及的问题。高地价是城市社会基础设施建设的一大障碍。只有泡沫崩溃，才可能真正促进社会基础设施建设的发展。

最后，让我们来分析经营者心理与消费者心理。对未来的预期将极大地影响设备投资，所以经营者心理是不可忽视的重要因素。就消费支出而言，消费者心理也同样重要。一般认为，资产价格的下跌会使这些心理更趋于保守。但是，现在日本经济中最大的变数，就是泡沫清算过程本身的不透明与不确定。资产价格调整至今尚未完成，才是问题的关键所在。就此而言，我们也有必要促使泡沫崩溃，明确日本经济健康增长的未来前景。

第三节　资产价格变动与对外投资

“日本资本实力”的增大

在20世纪80年代，日本的贸易经常收支出现了巨额的盈

余，对外投资显著增长。贸易经常收支盈余从20世纪80年代中期开始扩大，1986年达到858亿美元，相当于GDP的4.2%（见表8—3。1986财政年度是941亿美元，占GDP的4.5%）。长期资本收支的赤字，在1986年至1987年的3年间，达到了每年超过1300亿美元的水平。仅就日本本土的资本而言，1989年长期资本的流出就超过了1900亿美元。

值得注意的是，这一期间长期资本的流出量大大超过了经常收支盈余的数量。从长期来看，长期的资本流出与经常收支盈余应该是相等的。但是，在20世纪80年代后期前者超过了后者。这是由于日本的经常收支盈余顺利地回流到了海外，日本的金融机构在将从海外筹措的短期资金转换成长期资金回流海外的过程中成功地发挥了金融的中介功能。

从日本来的资金被称为“日本资本”，它取代了石油资本成了世界金融市场的主角。由表8—4可知，日本资本中，大约有6成是人寿保险、损害保险、信托投资等机构投资者的证券投资。在休斯顿召开的西方国家首脑会议中，巨额的日本资本问题成了一个重要议题。

表8—3　对外收支的变动趋势

单位：百万美元

年　份	经常收支	占GNP比重 (%)	长期资本收支		
			收支尾数	本国资本	外国资本
1980	−10,746	(−1.1)	2,324	−10,817	13,141
1981	4,770	(0.4)	−9,672	−22,809	13,137
1982	6,850	(0.7)	−14,969	−27,418	12,449
1983	20,799	(1.8)	−17,700	−325,459	14,759

续表

年　份	经常收支	占 GNP 比重 (%)	长期资本收支		
			收支尾数	本国资本	外国资本
1984	35,003	(2.8)	−49,651	−56,775	7,124
1985	49,169	(3.6)	−64,542	−81,815	17,273
1986	85,845	(4.2)	−131,461	−132,095	634
1987	87,015	(3.6)	−136,532	−132,830	−3,702
1988	79,631	(2.7)	−130,930	−149,883	18,953
1989	57,157	(2.0)	−89,246	−192,118	102,872
1990	35,761	(1.2)	−43,586	−120,766	77,180
1991	90,222	(2.6)	39,756	−100,601	140,357

注：只有 1991 年是年度数。

资料来源：大蔵省《財政金融統計月報》。

表 8—4　对外投资与对外资产净余额的变动

单位：百万美元

年　份	直接投资	证券投资	资产净余额
1980	2,385	3,753	11,534
1981	4,894	8,777	10,918
1982	4,540	9,743	24,682
1983	3,612	16,024	37,259
1984	5,965	30,795	74,346
1985	6,452	59,773	129,821
1986	14,480	101,977	180,351
1987	19,519	87,757	240,744
1988	34,210	86,949	291,746
1989	44,130	113,178	293,210
1990	48,024	39,681	328,059
1991	24,017	61,168	383,072

注：只有 1991 年的直接投资、证券投资是年度数。

资料来源：大蔵省《財政金融統計月報》。

对外投资扩张的结果是对外资产净余额的增加。1986 年日本的对外资产净余额达到 1804 亿美元，超过英国成为世界上最大的债权国（表 8–4）。1989 年末，进一步扩大超过了 2900 亿美元，成为连续 5 年世界第一的债权国（1990 年虽被德国超过，但其后再次成为世界第一）。

日本资本是不是来源于泡沫

资产价格的变动，对日本经济的对外平衡产生了怎样的影响呢?

对此，有如下的说法。第一，由于国内资产（土地与股票）价值增加了，为了维持证券组合中内外资产的平衡，所以增加了海外投资。第二，（与国内投资的情况相同），由于地价上升使得土地担保价值增加，以此为担保从金融机构借款，并把它用到了海外投资。

第二种说法，与有关国内投资叙述的理由相同，显然是不正确的。土地担保价值的增加，仅仅是使投资主体向有地者转移而已，对于整个日本的海外投资总额应该没有影响。第一种说法也没有说服力。因为即使内外资产的证券组合处于均衡状态，这样的情况也是可能发生的。从长期上看，现在的日本应该是处于对外资产不断增加的过程之中（日本对外资产净余额约占 GNP 的 11%左右，与英国的 22%、德国的 21%等相比还相当低）。

事实上，以上说法都不能说明现实的变动趋势。因为从 1988 年开始，虽然地价与股价仍处在上升过程中，但经常收支盈余已经开始减少。从绝对值看，经常收支盈余在 1987 年到达最高峰。

从其对 GDP 的比率看，也由 1986 年的 4.5%，下降到 1990 年的 1.1%。造成上述变化的主要原因，在于国内投资的增加。此外，由于资产效果而引起的消费增加，也相应减少了储蓄。

伴随着上述变化，仅从收支的最终余额看长期资本收支是减少的。因此，20 世纪 80 年代后期资产价格的上升，不仅没有促进对外投资的增加，反而引起了对外投资的减少。

如果说存在资产价格上升的影响，那么这种影响包括：第一，实际进行的对外投资大大超过了经常收支盈余；第二，尽管 1988 年以后经常收支盈余减少了，但是本土资本的流出一直到 1989 年为止持续增加。如前所述，这是由于日本银行的短期借款长期运用的结果。具体地说，就是日本银行从欧洲市场取得资金，把它运用于海外的不动产融资等方面。银行采取以上行动的背景在于，20 世纪 80 年代存在的激烈的增收竞争。仅就这一点而言，我们不能否定 20 世纪 80 年代后期的特殊情况对日本资本实力的增大还是做出了贡献的。

日本已经沉没了吗

有这样的看法，认为“因为泡沫崩溃资金运转不灵的日本机构投资者将撤出海外资产，从而造成国际市场的大混乱”。确实，如表 8—3 所示，1991 年尽管经常收支盈余继续增大，但是却发生了长期资本收支转为盈余（纯流入）的异常情况。但是，这种变化的主要原因，是由于外国机构投资者对日本股票的投资增加，引起向日本的资金流入剧增的缘故。另一方面，日本银行开始在欧洲市场上返还短期资金，也就是说，20 世纪 80 年代后期存在的

特殊的资金筹措与运用形态发生了逆转，也是1991年产生异常结果的一个重要原因。

如前所述，通过筹措短期资金，实现了超过经常收支盈余的长期资本供给，这是20世纪80年代后期的特殊现象。这种现象，也许以后不会再发生。但是，即使在这样情况下，来自日本的资本供给也并不是完全没有。从长期来看，与经常收支盈余相应数量的资本流出，是今后也肯定会发生的。

而且，有人预计今后的经常收支盈余将有可能超过20世纪80年代后期，并不断增大（预计1992年的盈余将超过1000亿美元）。因为由于国内投资减少，储蓄与投资之间的差额在不断扩大。因此，长期资本流出也将随之增加。 这种效果有可能超过前面提到的金融中介功能下降的影响。如果是这样，那么今后日本的长期资本供给，将比20世纪80年代后期还要多。

从更加长期的角度看，日本能否持续成为资本出口国，将由日本国内的储蓄与投资的平衡如何变化来决定。可以设想伴随着人口的老龄化，今后的储蓄率将会降低，所以国内储蓄与投资的差额，即经常收支盈余也会逐渐减少。但是，至少在20世纪内，日本作为资本出口国的地位，不会改变。

将资产价格下跌与长期资本赤字急剧减少这样两个没有必然联系的现象，人为地结合在一起，得出所谓的“日本已经沉没”的结论，是非常短视的看法。

第9章
泡沫崩溃后经济面临的课题

泡沫后遗症的处理，不是一个简单的课题。但是，我们不能仅仅局限于过去，同样重要的是从长远发展的角度展望获得新生后的日本经济。

在本章的第1节中，我们将要叙述尽管经历了泡沫的膨胀与崩溃的过程，但是日本的实体经济依然健全。还要指出，尽管“存量化”具有被泡沫夸张的成分，但是作为长期的趋势仍然在继续。

虽然防止泡沫的发生是极为困难的课题，但是过去几年的经历还是给了我们许多教训。我们有必要在今后的经济政策中灵活地吸取这些教训。在第2节中，我们将指出土地税制的合理化，宏观经济政策的合理运用，以及确立自我责任原则等，对防止泡沫的发生都极为重要。而作为新的政策手段，我提议发行“地价指数债”。在第3节中，我们将考察日本经济面临的调整与长期课题。

第一节　日本经济的性质因为泡沫而改变了吗?

日本的时代是否已经结束

有人认为，现在日本经济所经历的是与以往不同类型的萧条。因为泡沫的后遗症深刻地影响着企业与家庭活动，所以日本经济将可能长期停滞。

还有人认为，日本经济现在为止的强盛是建立在泡沫之上的虚幻的强盛，随着泡沫的破灭日本的时代也就终结了。1992 年春天，当萧条已经无可改变而股价又再度下跌的时候，外国的杂志与报纸纷纷刊出日本经济特辑，表明了这样的观点。

但是，我们不能全盘接受上述观点。我认为至少应该区分金融部门与实体经济，这很重要。

20 世纪 80 年代后期异常活跃的金融部门，在相当的程度上包含了泡沫造成的虚幻的繁荣。正如我们在第 8 章第 3 节中看到的那样，即使是促成了超出经常收支盈余的资本流出的金融机构在海外的活动也是如此。可以想像泡沫的负面影响与后遗症有多么的严重。正如第 7 章中所述，金融部门目前正面临着不动产投机和不良债权处理方面的严峻问题。对于这些问题，至今连解决的思路都还没有理清，问题的最终解决肯定还需要相当长的时间。

但是，这些问题与其说是经济整体的问题，倒不如说主要是局限在金融部门的问题。所以，如果要出什么乱子的话，那也一定是信用危机这样的典型的金融问题。如我们在第 8 章中所分析的那样，虽然资产价格下跌通过（逆）资产效果影响了消费，但是总的来说对实体经济的影响非常有限。至少我们不能认为日本经济已经因此从结构上陷入了严峻的困境。

从实体经济看，虽然景气持续衰退是事实，但是这在很大程度上是由于过剩积累的存量调整所造成的经济循环。这种现象本身，并不是什么新的东西。只是，因为本次调整的规模很大，所以完成调整所需的时间也就较长。只要调整过程一结束，经济就会重新开始增长。

应该说，日本经济从实体经济的侧面看依然健全。技术力量、生产力、勤奋的劳动力、高教育水平、高储蓄率等，都没有发生任何变化。因此，我们必须对未来充满信心。为了使日本经济的潜在增长能力显现出来，我们必须迎接长期课题的挑战。

走向健全的存量经济

以上所述，并不意味着日本经济中未发生任何结构变化。从宏观上看，一个重要的变化是经济的“存量化”。经济的“存量化”，是 20 世纪 80 年代后期，由于资产价值对 GDP 的比率不断升高而出现的新名词，它是指相对于收入、生产等每年的经济流量而言，资产、资本等经济存量的份额不断提高的现象。但是，现在回头看，土地、股票等资产价格上升中的相当大的部分，是由于短期泡沫所引起的。从这个意义上说，我们不能不承认“存

量化”的一部分属于短期现象。

但是，这并不是说“存量化”的全部都是暂时的现象。虽然股票等的资产价值因为泡沫而膨胀是事实，但在同时，从实物方面来看资本存量对 GDP 的比率也确实在不断上升（参照第 8 章的图 8—4）。也就是说，作为长期经济结构变化的经济“存量化”，是独立于泡沫现象的经济趋势。

经济“存量化”，影响了经济的各个层面。其长期经济意义我们将要留待本章的最后来叙述，在这里，我们首先来讨论存量价格的控制问题。一般情况下，存量价格比流量价格的变动幅度大。因此，随着存量对流量比重的增大，存量价格对经济全体的影响也会增大。如第 2 章第 2 节所述，资产价格的激烈波动会造成各种各样的问题。特别是，泡沫的膨胀与破灭将会引发许多的不良影响。

因此，资产价格的控制，将是今后日本经济所要面临的一个重大课题，也是实现健康的存量经济的必要条件。接着，我们就来探讨这一问题。

第二节　防止泡沫的经济政策

监视区域制度问题不少

作为对泡沫经济的反思，首先受到怀疑的是企业伦理，指责

企业与金融机构都不能只追求眼前的利益。这固然是问题的一个方面，但是仅仅将原因归结为伦理，显然并不充分。为了防止泡沫的再次发生，我们必须建立具有经济意义的合理机制。

迄今为止的资产价格控制政策，是以交易的直接控制为核心的。地价的“监视区域制度”就是其典型代表。但是，正如第6章所述，这个制度的效果值得怀疑。因为这个制度仅仅是从表面上抑制地价，并没有对地价上升的原因采取任何的措施。而且，就公共主体毫无理由地干预个体交易而言，这也是对自由市场原则的侵害。

因为存在这样的问题，所以国土法规定它只能是暂时的例外措施，即在地价高涨或者存在地价高涨危险时，可以作为例外采取的措施。但是，日本的现实是即使到了地价已经显著下降、国土厅自己也预测地价将进一步下降的阶段，地价监视区域制度仍在继续实施。我们不得不说这是明显的违法行为。而且，就实施效果而言，因为指导价格是参照买卖实例的价格设定的，所以这一制度不仅没有起到抑制地价的作用，反而起到了最低地价支持的作用。

但是，这一措施在报纸评论中却获得了很多的支持，不仅不能废除而是还要加强的呼声很高。“只要老天有眼就可放心”，这是一种只想简单依赖政府、依赖权力的错误愿望。我们不应该依赖这种政策措施，而是必须采取真正的资产价格控制手段。

融资总量控制的时机非常重要

针对地价高涨而采取的另一项措施，就是不动产融资的总量

控制。就直接控制以及临时措施的特征而言，它与监视区域制度相似。但是，这项措施具有排除土地投机的功能。而且，它是针对融资总量这样的宏观经济变量采取的政策，也不像监视区域制度那样需要介入个体交易。因此，它的不利影响要少得多。

就本次地价上涨而言，也许这是最有效的措施了。当然完全依赖这一项措施也不是毫无问题。但是，如果今后同样的情况再次发生，我想这项措施仍然需要实施。只是有必要更加合理地把握这项措施开始实施的适当时机，我们不得不说本次的实施实在太迟了。

1992 年末总量控制解除后，大藏省（大蔵省）决定了再次发动的规则。这是只要向不动产业的融资增长率超过一定水平，控制措施就可以自动地再次生效的规则，所以被称为是“触发方式”。随时触发这一点，值得评价（如果将这一规则运用于 20 世纪 80 年代，那么 1985 年就应该发动，这样或许就可能预防 1986 年开始的地价迅速上涨）。而且，事先明确了规则，也会起到一定的抑制效果。

但是，当一般的金融放松使得融资全体迅速增长时，我们就不能仅仅依赖总量控制了（因为总量控制，只是要将不动产融资的增长速度控制在总贷款平均增长的范围之内）。也就是说，为了防止泡沫的发生，除了总量控制之外，我们还要合理运用宏观经济政策。

转变宏观经济政策目标

如第五章所述，造成 20 世纪 80 年代银行贷款竞争的原因之

一，是财政重建过度造成的国债形式资产供给的减少。如果国债还是按照原来规模发行，则事先防止泡沫发生的可能性是存在的。

因此，今后的财政运营必须顾及到其对资产价格的影响。必须抑制财政支出的迅速增加，绝不能轻易地扩大赤字国债，这样的财政纪律固然重要，但也不能不去认真考虑到改变财政运营对宏观经济的影响。

控制资产价格的另一个重要的宏观经济政策是金融政策。迄今为止，金融政策的主要目标是抑制投资等流量的规模，稳定一般的物价水平。今后，有必要有意识地将稳定存量价格纳入其政策目标。

但是，这绝不是一个容易实现的课题。例如，像我们已经经历过的那样，20 世纪 80 年代后期，为了控制外汇汇率这样一个存量价格，我们实行了金融放松政策。但是，这却又成了地价与股价等别的存量价格暴涨的原因。仅仅利用金融政策这样一个政策手段，要同时控制多种资产价格，在理论上也还存在问题。如何克服这些问题，是我们今后需要完成的重要任务。

确立自我责任原则

一般来说，风险救济措施的存在，会削弱对投机行为的抑制。这就是所谓的“道德风险”现象。如第 7 章所述，美国储蓄贷款合作社（S&L）出现经营问题的根本原因，就是由于储蓄保险为储蓄提供的保障，促使储蓄贷款合作社走向了高风险的投资。

对大户投资者进行损失弥补的一般习惯，是在日本“证券事件”中被曝光公开的。这样的习惯不仅仅存在着“只有大户投资者得益”的公平性问题，它还存在着助长过度投机的问题。因此，为了事先防止股票市场的泡沫发生，必须坚决杜绝这样的习惯。

就不良债权的处理而言，同样的道理也是适用的。假定，很容易很随意地进行金融机构的救济，那么就会形成今后发生同样的事情还会得到救济的期待，金融机构再次进行高风险融资的危险性也就大。因此，即使是已经发生的事件，也必须留意对它的处理可能产生的将来影响。不良债权处理中必须确立自我责任的原则，这一点已经在第 7 章中做了论述。从防止将来泡沫再次发生的角度看，这也是必要的。

实现土地税制合理化

正如第 6 章中所指出的，在日本土地作为资产保有的优越性，来源于税制的扭曲。由于继承税的土地估价低于市价，使得土地成为有利的继承财产。由于资产保有税负极低，对于等待增值的土地保有起不到经济惩罚作用。

因此，作为根本的地价对策，必须实现税制的合理化，消除土地作为资产保有的优越性。为了打破所谓的“土地神话”，税收方面的措施必不可少。正是从这样的问题意识出发，我国已经导入了地价税，并调高了继承税的土地估价。

但是，如第 6 章所述，其改革的内容还不充分。目前地价税与继承税的适用对象都还非常有限，土地税制的改革也还远未完成。我们必须继续调高地价税的实际税率、强化农地征税。而

且，为了消除冻结效果，还必须放宽让与征税。

所谓的“土地资产保有”问题，绝不是仅仅局限于一小部分大地主与不动产业者的问题。即使是一般人们居住用的不动产，也存在同样的问题。因此，即使在政治上可能遭到反对，也必须普遍提高包括小规模住宅在内的固定资产的估价额（如果以此作为财源对居民税等实行减税，那么整体的负担并不会增加。对一般工薪阶层的家庭而言，税收负担还将有相当程度的下降）。

根据上述分析，我们不得不说，现在为了防止泡沫再发生、特别是防止地价高涨再次发生而采取的税收方面的措施，还是很不充分的。

建议发行地价指数债

如果投机的对象限定在郁金香的球茎、绘画等，那么即使发生泡沫也不会对国民生活产生直接的不良影响。但是，投机的对象是土地、特别是波及住宅用地时，事情就完全不一样了。因为土地是生活中不可或缺的要素。因此，正如我们已经多次强调的那样，土地成为投机对象的事态，是无论如何都必须事先防止的。

为了防止土地投机的发生，有人提议“土地不能作为商品进行交易”。但是，这是完全无视经济机制的论调。全面禁止土地交易，或者所有的土地都公有化，确实可以杜绝土地投机。但是，如果真这样做的话，土地资源的配置就会严重扭曲。这完全是主次颠倒。这是凯恩斯所说的“通过杀死病人而治好病人的对策”（《经济通论》第二十二章）。

我们需要的是能够抵制土地投机的经济政策。从理论上看，

主要有以下两种政策：一种是减少投机需求的对策，强化土地保有税等属于这一类；另一种是增加供给的对策，我将提议发行的“地价指数债”属于这一类[①]。

地价指数债是国家发行的特殊国债，其面额将与地价连动上升。因此，就资本收益而言，它是与土地具有相同价值的金融资产。也就是说，从为了升值而保有土地者的立场上看，只要保有了指数债就如同保有了土地一样。国家在购入土地时发行这种债券，债券的首次取得者可以在市场上出售，从而形成流通市场。通过在这个市场上购入指数债，一般投资者可以规避为将来购入土地而准备购买力的风险。

在地价高涨时期，“现在不买就可能买不到了”的焦虑心理的影响下，需求可能在短时间内剧增，使地价进一步上涨。如果给了购买者规避风险的手段，他们一般就不会再因为可能买不到而焦虑。这样，不动产业者也就失去了进行投机性购买的动机。也就是说，通过设定了与泡沫可以共存的机制，从结果上看将会具有极强的抑制效果。实际上，假如 20 世纪 80 年代就存在指数债，则完全有可能事先防止异常的地价暴涨。这样，即使发生泡沫，无地的工薪阶层也不会遭受损害。

从理论上讲，指数债的发行量取决于政府的裁定，只要根据形势变化进行适当调整即可。例如，如果对土地投机的需求增加时，政府就可以增加指数债的发行量。

---

① 关于地价指数债，可以参照以下的文献，作者是野口悠纪雄（野口悠紀雄）：《財政危機の構造》，東洋経済新報社，1980 年（第四章）。《土地の経済学》日本経済新聞社，1989 年（第七章）。《ストック経済を考える》中央公論社，1991 年（第三章）。

但是，如果将债券发行与土地购入结合在一起，则积累起来的偿还资金，还可以为建立健康的财政机制做贡献。例如，利用指数债购入公共用地时，原本准备用于土地购买的资金，就可以积累备用（积累资金的运用收益可以成为将来偿还的财源，只是，当地价上升的增值率超过利率时，则超过部分还必须使用一般财源。但是这是原本就应该支付的支出，不存在指数债时只是土地购入会推迟，而支出是早晚必须支付的）。不仅仅是直接的公共用地，土地的事先取得与代替土地的取得，也都可以适用同样的方法。就城市化区域内的农地而言，地主往往因为期待将来的资本收益而不愿意放弃土地。如果用指数债来购入，则这个问题也可迎刃而解。

此外，这个建议还可以与金融机构担保土地的收购设想结合在一起实施，即政府通过将国债交给不动产公司的方式取得土地。从金融机构借入资金的不动产公司，只要把这些国债转给金融机构，以此来偿还债务就行了。这样，从金融机构的方面来看，以土地为担保的融资就换成了国债。

第三节　迎接长期课题的挑战

发挥资本供给国的作用

克服泡沫之后，未来的经济将是怎样的经济呢？最后就让我

们来描绘这个蓝图。

首先，日本要继续发挥资本供给国的作用。日本经济的经常收支盈余，与20世纪80年代后期相比，今后不仅不会减少，反而会增加。因此，长期资本的流出也一定会随之增加。虽然不会出现如20世纪80年代那样的长期资本流出数量超过经常收支盈余的情况，但是至少在本世纪内，毫无疑问，日本作为主要的资本出口国，将继续在世界经济中发挥重要的作用。

最近，世界的资金需求不断增强。因为不仅是发展中国家与美国，原社会主义国家的重建也产生了庞大的资金需求。而且，因为原来的盈余国德国已经成为赤字国，所以日本几乎成了OECD国家中惟一的一个资本出口国。

除了在经济上供给资金外，我们还期望日本能在冷战后新世界秩序的形成过程中发挥积极的作用。作为基础条件的准备，必须积极促进日元的国际化，确保日本的金融资本市场是公平竞争的开放市场。

加强社会基础设施建设

与外国相比，经常受到指责的是日本的下水道、道路、公园等与大城市生活密切相关的社会基础设施的建设明显落后。在私人消费已经极为丰富的今天，加强社会基础设施建设已经是当务之急。

根据日美结构改善协议，日本将在1991年至2000年的10年内，实施总额为430万亿日元的公共投资。以此为依据，政府制定了《公共投资基本计划》（《公共投資基本計画》），提出要将

生活有关投资的比例，在10年后提高到60%左右（20世纪80年代是50~55%之间）。1992年制定的新的经济五年计划（1992至1996年度）也指出，为了实现“生活富裕的大国”，必须加强社会基础设施建设。我们必须沿着这样的方向，进一步积极努力。

从城市居民的日常生活角度看，通勤铁路网的建设特别重要。现在，日本只对私人铁路投资实行利息补助，这是非常有限的财政援助。今后，我国应该将通勤铁路作为社会基础设施，进行更大规模的建设。土地的取得问题是通勤铁路网建设的一个重大障碍。为了解决这一问题，我们也希望能够积极活用前面提议发行的地价指数债。

从国内储蓄与投资的均衡角度看，可以预测储蓄过剩的局面将持续到2005年左右。在这之前，通过增发公债而积极增加公共投资，从宏观经济资源配置的观点来看还是完全可能的。但是，由于人口老龄化的加剧，储蓄率会逐步下降，以公债为财源的公共投资，将受到宏观经济的制约，变得越来越困难。因此，必须争取在今后20年内，基本完成日本社会基础设施建设的主要部分。

创造富裕的老龄化社会

日本经济今后将要面对的严峻问题之一，就是人口老龄化。1990年，日本65岁以上人口的比例约在12%。根据厚生省人口问题研究所的推算，2050年将达到25.8%，成为世界上老龄化进展最快的国家。而育龄人口的增长率，将随着生育高峰期出生的一代于2000年以后的退出而急剧下降。不仅如此，育龄人口的绝对

数量本身也开始减少。可以预想，日本经济将面对从未经历过的新局面。

劳动力的减少，将会影响到社会的各个方面。中小企业的人手不足的状况，将进一步恶化。为了解决这些问题，首先，必须进一步灵活运用妇女劳动力，家庭的形态当然也会随之发生变化。其次，迄今为止接受外国劳动力的消极方针，也会因为日本国内情况的变化而越来越难以执行。最后，实现农业与流通等低生产效率部门的合理化，也是当务之急。

老龄化将引起宏观经济基本条件的变化。至少储蓄率的下降将会成为一个重要问题。人们大多在年轻时进行储蓄，而在退休后使用。因此，人口全体中所占的老龄者比例上升，即使个人储蓄行为不变，经济全体的储蓄率也会降低。如上所述，虽然2005年之前，储蓄过剩状况将极有可能继续，但是此后日本就会进入储蓄不足的经济。因此，可以用于投资的资源将会减少。

另一方面，随着社会保障接受者数量的增加，以养老保险支付为中心的社会保障支出将剧增。为了满足这方面的需要，不得不相当程度地提高社会保障负担与税收负担。

但是，从纯粹经济意义上看，老龄化也不是仅仅产生如上的负面影响。从另一个侧面看，老龄化社会是一个成熟的社会，是基本完成了存量积累的社会。如果能够合理地控制存量价格，那么从各个方面看都是有可能比现在更加富裕的社会。

首先，随着生产用资本的进一步积累，劳动的资本装备率进一步提高。这样，就可以缓和由劳动力不足产生的问题。

其次，保有存量资产的主要是老龄者。特别是就居住用不动产而言，更是如此。因此，如果退休后的世代通过出售现在为止

居住的住宅而换住更小的住宅，则存量资产就会从退休后世代传给年轻世代，同时，作为一种补偿返还，退休后的世代就可能从年轻世代那里得到生活保障资金。

当然，这里存在分配公平问题。因为有资产老龄者与无资产老龄者之间，老年后的基本生活条件会有极大的差异。因此，必须创设能够使财富顺利而公平地转移到下一世代的机制。

但是，就经济整体而言，重要的是只要存量资产积累继续，日本就有可能应对老龄化社会问题。形成存量的是现在的储蓄。因此，高储蓄率是日本面向未来老龄化社会的正确对策。只要这种状况不发生巨大的变化，就没有必要对日本的未来悲观失望。

参考文献

(1) Blanchard, O. J., and Fisher, S., *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, 1989.

(2) Mackay, Charles, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (Reproduction), The Noonday Press, 1932.

(3) Bulgatz, Joseph, *Ponzi Schemes, Invaders from Mars, and More Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, Harmony Books, New York, 1992.

(4) フレデリック・L・アレン、藤久ミネ訳『オンリー・イエスタディ——1920年代アメリカ』研究社、1975年。

(5) クリストファー・ウッド、植山周一郎訳『バブル・エコノミー』共同通信社、1992年。

(6) 石弘光『土地税制改革』東洋経済新報社、1991年。

(7) 伊藤隆敏・野口悠紀雄編『分析・日本経済のストック化』（シリーズ現代経済研究4）日本経済新聞社、1992年。

(8) 岩田一政『現代金融論』日本評論社、1992年。

(9) 植草一秀『金利・為替・株価の政治経済学』岩波書店、

1992 年。

(10) 翁邦雄『期待と投機の経済分析』東洋経済新報社、1985 年。

(11) J・K・ガルブレス、都留重人訳『マネー』TBSブリタニカ、1976 年。

(12) J・K・ガルブレス、都留重人監訳『不確実性の時代』TBSブリタニカ、1978 年。

(13) J・K・ガルブレィス、牧野昇監訳『新訳：大恐慌』徳間書店、1988 年。

(14) J・K・ガルブレィス、鈴木哲太郎訳『バブルの物語』ダイヤモンド社、1991 年。

(15) 鈴木淑夫『日本経済の再生』東洋経済新報社、1992 年。

(16) 西村清彦・三輪芳朗編『日本の株価・地価』東京大学出版会、1990 年。

(17) 日本開発銀行「80 年代のマネーフローと今後の企業金融」『調査』162 号。

(18) 日本経済新聞社編『土地を考える』日本経済新聞社、1990 年。

(19) 日本経済新聞社編『銀行の凋落』日本経済新聞社、1991 年。

(20) 日本経済新聞社編『土地はよみがえるか』日本経済新聞社、1991 年。

(21) 日本経済新聞社編『日本経済・新論』日本経済新聞社、1992 年。

(22) 野口悠紀雄『土地の経済学』日本経済新聞社、1989 年。

(23) 野口悠紀雄『ストック経済を考える』中央公論社、1991 年。

译　后　记

在日本国际交流基金的资助下，启动“日本经济名著译丛”项目时，我很自然地想到了野口悠纪雄教授的《泡沫经济学》一书。就近十多年的日本经济发展而言，没有任何影响能够超过泡沫的崩溃。在我留学日本期间，泡沫经济以及泡沫崩溃后遗症处理的有关问题一直是报纸和电视的重要议题。

我的专业是农业经济学，应该与“泡沫”经济没有多大关系。但是，我所在的中国人民大学农业经济系是我国改革开放之后，最早开始恢复土地经济学研究的机构。在周诚教授、毕宝德教授的带领下，我也参与了一些土地经济课题的研究，参加了我国使用最广的《土地经济学》（中国人民大学出版社，1999 年第 4 版）教材的编写工作。这促使我开始关注日本土地泡沫的发生与崩溃的学术研究。我在留学之余开始找一些资料来学习。野口教授的《泡沫经济学》，正是我阅读的这一领域的第一本日文书籍。

这本著作给我留下了深刻的印象。首先，是作者选择了一个较好的分析角度。这正是作者在前言中提到的，本书不是关注人们的行为，而是关注经济机制和经济环境。其次，是作者对日本泡沫经济发生和崩溃的过程与原因的描述。第三，是作者强烈的

现实主义指向，也就是作者努力为日本提供政策建议的热情。国内也许有人已经见到过野口教授的另一本译著，那就是商务印书馆出版的《土地经济学》。你会发现两者的行文风格是很接近的。阅读此书，我想你一定会为作者的经济学功底与对社会的敏锐的观察能力、分析判断能力所折服。

也就是在本书的日文版出版后不久，作者发表了其“超”系列中的第一本书《超学习法》。此后，野口先生除了继续从事学术研究之外，其“超”系列丛书成为日本的畅销书，造成了极大的社会影响。野口本人也成为影响远远不限于经济学学术领域的社会名人。

自 1999 年从日本京都大学获得博士学位回国以来，一直在想能为中日两国之间的学术交流做些什么。将日本的优秀学术研究成果介绍到国内来，是我们这些留日学者最应该、也是最容易完成的工作。

最后，我要感谢提供了出版资助的日本国际交流基金，也要感谢日本学研究中心的学者，感谢我的同事金洪云老师的鼓励和鞭策。感谢我校经济学院王晋斌老师在金融学方面给我的许多指正，当然，翻译中的错误应该由我承担完全的责任。

曾寅初

2004 年 3 月 3 日于北京

[Ｇｅｎｅｒａｌ　Ｉｎｆｏｒｍａｔｉｏｎ]
书名＝泡沫经济学
作者＝[日]野口悠纪雄著　　曾寅初译　　金洪云丛书主编　　川岛真副主编　　金洪云译校
页数＝２０５
石头

封面
书名
前言
目录
目录
前言
第 1 章　日本泡沫经济概述
第一节　泡沫的时代
泡沫的膨胀
泡沫的崩溃
人们是否认识到了泡沫的存在
第二节　泡沫经济的影响
泡沫的有利影响
大型景气是由泡沫形成的吗
赌博经济
劳动相对价值的降低
金融系统的“炉心熔毁”
第三节　泡沫的原因
仅仅是由于伦理问题吗？
支撑了泡沫的资本运营和土地投机
金融自由化的影响
为什么金融放松会成为治国之论
第四节　泡沫后的经济
是新类型的萧条吗？
能够防止泡沫再次发生吗？
泡沫后经济的课题
第 2 章　泡沫的经济理论
第一节　资产价格的决定理论
资产价格决定方程式
实体经济价格
第二节　泡沫与实体经济
资产价格变动的影响因素（1）：收益与贴现率（利率）的变化
资产价格变动的影响因素（2）：预期的影响
泡沫的定义
为什么要区别泡沫
第三节　泡沫理论
合理泡沫
凯恩斯的美女投票论
泡沫的崩溃：概率模型
泡沫的发生
泡沫存在的验证
第 3 章　历史上的泡沫事件
第一节　荷兰郁金香事件

投机热的扩散
崩溃
洋水仙狂热
第二节　劳氏体系及其崩溃
劳氏银行券
密西西比计划
劳氏体系的崩溃
第三节　南海泡沫事件
对南海公司的投机热
泡沫的发生
泡沫禁止法与投机的崩溃
第四节　２０世纪２０年代的美国
佛罗里达的土地热
土地投机及其崩溃
空前的股票热
走向崩溃
第五节　可以向历史学习什么
为什么泡沫会反复出现
牛顿为什么参与了投机
类推的陷阱
第４章　泡沫的发生与膨胀
第一节　急剧升高的股价与地价
股价的变动趋势
地价的变动趋势
住宅价格的暴涨
第二节　实体经济影响因素的变化
空前的金融放松
收益的增加
第三节　有关地价与股价的泡沫论争
地价泡沫说
泡沫否定论
股价泡沫论争
事后分析
第５章　支撑泡沫的资金循环与宏观经济政策
第一节　热衷于资本运营的企业
权益融资与金融投资
金融自由化与资本运营
制造业大企业的“脱媒”趋势
第二节　金融机构行为的变化
金融机构的资金筹集与运用
向不动产业与中小企业贷款的转移
剧增的对不动产业贷款
经过非银行金融机构的不动产融资
第三节　不动产业的土地购入

法人土地购入的增加
根据法人企业统计的推算
不动产业的借款与投资
第四节　宏观经济政策与资产通货膨胀
矫枉过正的财政重建
思考实验（1）：财政扩大
思考实验（2）：金融紧缩
为什么必须阻止日元升值
第 6 章　针对泡沫的经济政策
第一节　交易的直接控制
新设地价监视制度
监视制度是否有效
土地临调的报告
第二节　金融紧缩与总量控制
金融紧缩与股价下跌
总量控制与地价下跌
第三节　土地税制改革
对症疗法式的对策
走向真正的改革
地价税的实施
地价税的效果
继承税的改革
强化农地征税及其效果
有必要放松的让与征税
置换更新特别优惠措施
固定资产税
第 7 章　泡沫的崩溃及其对金融系统的影响
第一节　泡沫的崩溃
股价的下跌
地价的下跌
金融丑闻
土地政策的转变
股价、地价将下跌到什么程度为止
第二节　金融机构的不良债权
不良债权的规模：大藏省公布的数
不良债权的规模：潜在总额的推算
由于股价下跌而降低的银行应变能力
“日本型救济”的限度
第三节　金融危机如何来克服
确立原则是当务之急
定量把握：信息公开的必要性
泡沫清算成本的负担：自我责任原则
美国与英国的事例
债权收购公司及其评价

不良债权的征税规定
巨额的公共支援
排除对金融放松的过度依赖
第 8 章　资产价格变动与实体经济
第一节　资产价格上升与大型景气
大型景气
消费的资产效果
地价上涨与住宅建设
权益融资与设备投资
对景气起了抑制作用的财政重建
大型景气的基本原因不是泡沫
第二节　泡沫崩溃与实体经济
对过高增长水平的调整
资产价格下跌的影响
消费的资产效果
对资金成本的影响
信贷收缩
信用配额
正面影响
第三节　资产价格变动与对外投资
“ 日本资本实力 ”的增大
日本资本是不是来源于泡沫
日本已经沉没了吗
第 9 章　泡沫崩溃后经济面临的课题
第一节　日本经济的性质因为泡沫而改变了吗？
日本的时代是否已经结束
走向健全的存量经济
第二节　防止泡沫的经济政策
监视区域制度问题不少
融资总量控制的时机非常重要
转变宏观经济政策目标
确立自我责任原则
实现土地税制合理化
建议发行地价指数债
第三节　迎接长期课题的挑战
发挥资本供给国的作用
加强社会基础设施建设
创造富裕的老龄化社会
参考文献
译后记
图表目录
图 1 — 1　股价与地价的变动趋势
图 1 — 2　股票与土地资产额对 G D P 的比率（各年度年中值）
图 1 — 3　利率的变动趋势

图４—１　标准住宅价格与年收入的比值
图４—２　股票价值与土地价值的变动趋势（各年度年中值）（资产额＊利率／ＧＤＰ）
图５—１　全国银行分产业贷款余额（各年１２月）
图５—２　全国银行分企业规模的贷款余额（各年１２月）
图５—３　不同经营制度部门的土地净购入额
图８—１　新建住宅开工户数的变动趋势
图８—２　民间设备投资对ＧＤＰ的比率（真实值）
图８—３　就业形势的变动趋势
图８—４　固定资产净值对ＧＤＰ的比率
图８—５　乘用车新车登记数量的变化
图８—６　贷款利率的下降过程（全国银行）
图８—７　判断金融机构贷款态度的经济景气指数的变动
表１—１　国内总产值（ＧＤＰ）与股票、土地资产额的变动趋势
表１—２　日本经济新闻中出现的有关“泡沫”的稿件数量
表１—３　真实国民总支出等的变动趋势
表４—１　三大城市圈住宅用地公示地价的变动
表４—２　东京圈住宅价格收入比（根据距离圈划分）
表４—３　２０世纪８０年代后期以后中央银行贷款利率的变动趋势
表４—４　地价与租金的变动趋势
表４—５　地价方程式的估计结果
表５—１　非金融法人企业的金融交易（流量）
表５—２　民间金融部门的资金循环（年度增加额）
表５—３　金融机构向不动产业贷款的变动趋势
表５—４　银行对非银行金融机构贷款的变动趋势
表５—５　来自非银行金融机构的不动产融资
表５—６　法人企业保有土地的增加额（１９８４年末至１９９０年末）
表５—７　不动产业资金借入与投资
表６—１　有关置换更新税制上的特别优惠措施的变迁
表７—１　土地销售损失额的推算
表７—２　城市银行、长期信用银行、信托银行业务净收益的变动
表７—３　城市银行、长期信用银行和信托银行有价证券溢价的变动趋势
表８—１　金融机构贷款的变动趋势
表８—２　贷款约定平均利率（综合、资产与基数）的下降情况
表８—３　对外收支的变动趋势
表８—４　对外投资与对外资产净余额的变动